

UNIVERSITÉ DE LYON - FACULTÉ DE DROIT

L'ÉPARGNE FORCÉE MONÉTAIRE

THÈSE

SOUTENUE

DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE LYON
POUR LE DOCTORAT EN DROIT

PAR

Etienne MANTOUX



LYON
BOSC Frères M. & L. RIOU
IMPRIMEURS-ÉDITEURS
42, Quai Gailleton, 42

—
1941

L'ÉPARGNE FORCÉE MONÉTAIRE

UNIVERSITÉ DE LYON - FACULTÉ DE DROIT

L'ÉPARGNE FORCÉE MONÉTAIRE

THÈSE

SOUTENUE

DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE LYON
POUR LE DOCTORAT EN DROIT

PAR

Etienne MANTOUX



LYON

BOSC Frères M. & L. RIOD

IMPRIMEURS-ÉDITEURS

42, Quai Gailleton, 42

—
1941

UNIVERSITE DE LYON - FACULTÉ DE DROIT

Doyen honoraire

M. JOSSERAND, O. ✱, ✎ I., Conseiller honoraire à la Cour de Cassation.

Professeurs honoraires

MM. APPLETON (Jean), O. ✱, ✎, ✎ I.
JOSSEBRAND, O. ✱, ✎ I.
LAMEIRE, ✱, ✎ I.
PIC (Paul), O. ✱, ✎ I.
LAMBERT (Edouard), O. ✱, ✎ I.
ANTONELLI (Etienne), ✱, ✎, ✎ I.
PERROUX (François), ✎ A.
BROUILHET (Charles), ✱.
LÉVY (Emmanuel), O. ✱, ✎ I.

Doyen

M. GARRAUD (Pierre), ✱, ✎, ✎ I.

Assesseur

M. ROUBIER, ✎ I.

Professeurs

MM. GONNARD, ✱, ✎, ✎ I., Professeur d'Economie politique.
PERROUD, ✱, ✎, ✎ I., Professeur de Procédure civile.
COHENDY (Georges), ✱, ✎ I., Professeur de Droit commercial général
GARRAUD (Pierre), ✱, ✎, ✎ I., Professeur de Droit criminel.
ROUBIER, ✎ I., Professeur de Droit civil.
FALLETTI, ✎ A., Professeur d'Histoire du Droit public et du Droit
privé de Doctorat.
LAMBERT (Jacques), ✎ A., Professeur de Droit Comparé.
NICOLAS, ✱, ✎, ✎ I., Professeur de Droit administratif.
PHILIP, ✎ A., Professeur d'Histoire des Doctrines économiques.
AULAGNON, ✱, ✎ I., Professeur de Droit civil.
DE MENTHON, Professeur d'Economie Politique.
M^{me} BASTID, Professeur de Science financière et Législation française des
Finances.
MM. RICHARDOT, Professeur d'Histoire du Droit.
BRUN, Professeur de Droit Civil.

Professeurs sans chaire

M. BASTID.

Agrégés

MM. TRÉVOUX, chargé des cours de Législation Industrielle et rurale.
PELOULX, chargé du cours d'Etude des Institutions internationales
d'organisation de la paix.

Chargés de cours

MM. CONDOMINE, ✎ I., Droit civil et Droit pénal (Capacité).
GOETZ, Economie Politique.

MEMBRES DU JURY

MM. GONNARD, Professeur à la Faculté de Droit, *président*.

DE MENTHON, Professeur à la Faculté de Droit

TRÉVOUX, Agrégé à la Faculté de Droit

} *assesseurs.*

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux
opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.



A LA MEMOIRE
DE
JEAN-PIERRE MASSE
Mort pour la France, le 16 mai 1940



Digitized by the Internet Archive
in 2026

L'ÉPARGNE FORCÉE MONÉTAIRE

INTRODUCTION

Au début du V^e siècle avant J.-C., de riches filons étaient découverts dans les mines d'argent du Laureion en Attique, et leur exploitation ne tardait pas à emplir les coffres d'Athènes. Hérodote raconte comment cet argent fut employé : « Les Athéniens qui « conservaient dans le trésor commun beaucoup d'argent, provenant particulièrement des mines du « Laureion, étaient au moment de décider que sur « ces fonds on distribuerait à tous les citoyens adultes dix drachmes par tête, quand Thémistocle sut « leur persuader de renoncer à ce partage pour « employer l'argent à construire deux cent vaisseaux « propres à soutenir la guerre ». (1) C'est avec cette flotte que fut gagnée la bataille de Salamine.

Les historiens ne paraissent pas avoir recherché, depuis le témoignage d'Hérodote, par quel procédé l'argent neuf servit à enrichir Athènes; et sans doute, les matériaux historiques doivent-ils faire défaut. L'argent fut-il exporté hors des limites de l'Etat pour financer des importations? Provoqua-t-il au

(1) Hérodote, *Histoire*, livre VII, § 144.

contraire une hausse des prix à l'intérieur ? Quoi qu'il en soit, c'est une inflation de monnaie métallique qui permit de trouver l'armement grâce auquel la civilisation grecque fut sauvée de la conquête orientale. (2)

Il est de mode aujourd'hui d'affirmer que les guerres ne se gagnent pas avec l'or, et que la richesse réelle d'un pays n'est pas affectée par l'abondance monétaire. Cette proposition contient une part de vérité si importante, et corrige des erreurs si persistantes, la plupart d'origine mercantiliste, qu'il serait déplorable que le public cessât d'y croire dans sa forme générale. Mais, comme nous venons de voir, elle n'est pas absolument exacte, sinon dans la mesure où elle signifie qu'une inflation non-métallique permet d'obtenir les mêmes résultats que l'abondance d'or. Il peut arriver qu'une augmentation de la quantité de monnaie d'un pays contribue à accroître sa richesse réelle. Sans doute, en elle-même, la nouvelle monnaie ne crée aucune richesse nouvelle pour la collectivité tant qu'elle reste à l'intérieur du pays. S'il s'agit de monnaie métallique, et qu'elle est exportée, elle ajoute à cette richesse comme ferait n'importe quelle exportation, en permettant d'accroître les importations pour une valeur équivalente.

Mais même dans ses effets intérieurs, une expansion

(2) C'est également à la suite de ce procédé, semble-t-il, que la Macédoine obtint plus tard la suprématie ; à la suite de l'exploitation des mines d'or du Mont Pangée, elle était devenue l'Etat le plus riche d'Europe.

monétaire peut amener une augmentation du capital selon la manière dont elle est dépensée. Si au lieu de suivre l'avis de Thémistocle, les Athéniens s'étaient partagé l'argent des mines, il s'en serait probablement suivi une augmentation passagère des dépenses de consommation et une hausse des prix. Mais l'ayant employé à une dépense publique qui se révéla productive, ils se trouvèrent en fin de compte en possession d'une flotte. L'inflation métallique avait abouti à un accroissement du capital national.

La théorie monétaire permet aisément d'expliquer ce phénomène qu'on désigne souvent du nom d'épargne forcée. Elle montre dans quelle mesure, et sous quelles réserves une expansion monétaire peut effectivement conduire à un accroissement de richesse réelle. Elle est loin de fournir, sans doute, un ensemble complet de solutions aux différents problèmes que ce phénomène comporte; et les auteurs qui ont récemment contribué à la perfectionner sur ce point ne sont pas toujours parvenus à des conclusions identiques. Nous nous efforcerons cependant dans ce qui suit, de rendre compte de l'état actuel de ces recherches.

CHAPITRE PREMIER

CONDITIONS DU MARCHE LIBRE

I. — DONNEES DE LA THEORIE PURE

La théorie économique a pour but l'explication des phénomènes de la vie réelle. Elle procède, pour y parvenir, par approximations successives et, sur ce point, ne diffère aucunement des sciences physiques ou naturelles. Toutes les lois scientifiques sont établies à partir d'un modèle idéal, bâti à l'aide d'hypothèses simplifiantes, mais indispensables. Il ne vient à l'idée de personne de contester l'exactitude ou même l'utilité pratique de ces théories « pures » ; ou encore de déclarer, parce qu'elles ne s'appliquent pas directement aux phénomènes du monde sensible, qu'il existe en pratique des exceptions à la théorie.

« Ni les lois économiques et sociales, écrit Pareto (1),
« ni les autres lois scientifiques ne souffrent propre-
« ment d'exceptions. Parler d'une uniformité non
« uniforme n'a aucun sens. Le problème auquel on
« donne communément le nom d'exception à une loi

(1) *Sociologie Générale*, t. I, § 101.

« est en réalité une superposition de l'effet d'une
« autre loi à la première. A ce point de vue, toutes
« les lois scientifiques, y compris les mathématiques,
« souffrent des exceptions. Tous les corps qui sont à
« la surface du sol sont attirés vers le centre de la
« terre ; mais une plume emportée par le vent s'en
« éloigne ; un ballon gonflé d'hydrogène s'élève dans
« les airs. »

L'analogie établie par Pareto entre les lois économiques et celles des autres sciences est, à ce point de vue, entièrement justifiée. Il faut assurément observer la juste proportion qui existe entre notre connaissance de l'univers naturel et celle de l'univers social, qui nous interdit dans la seconde une ambition aussi étendue que dans la première. Mais ce qui importe, c'est que les lois économiques sont des approximations au même titre que les autres, et gardent leur pleine valeur de vérité dans la mesure où on ne prétend pas leur demander davantage. Contrairement à l'expression courante, mais entièrement dépourvue de sens, il n'y a dans la science économique pas plus qu'ailleurs, des lois qui seraient « vraies en thésories et fausses en pratiques ». Il n'y a que des théories vraies et des théories fausses. Et parmi les premières, des théories complètes et des théories incomplètes (2).

(2) A vrai dire, il n'y a que des théories plus ou moins complètes. Toutes les théories scientifiques sont incomplètes, puisqu'aucune, même en venant récemment au secours de la philosophie proprement dite, n'a réussi à expliquer la « nature de la réalité ». Les conséquences

C'est généralement parce que les théories « incomplètes » sont à leur tour, incomplètement énoncées, qu'il en est fait une fausse application ; par suite, la part de vérité qu'elles contiennent est mise en doute. Toute théorie est bâtie sur des hypothèses. Elle ne peut donner lieu à de tels faux-emplois que si ces hypothèses ne sont pas clairement et complètement énoncées en même temps qu'elle. C'est l'absence de cette énonciation qui est à l'origine de toutes les prétendues différences entre la théorie et la pratique.

« Nous péchons par omission, écrit Descartes (3), « toutes les fois que nous ne réfléchissons pas à « quelque condition requise pour la détermination « d'une question, soit qu'elle se trouve exprimée dans « la question, soit qu'on puisse la reconnaître d'une « manière quelconque... ». De même, on a dit souvent de certaines théories économiques très controversées (notamment de la théorie quantitative de la monnaie) (4) qu'elles n'étaient vraies que *caeteris paribus*. Mais cette condition s'applique à n'importe quelle théorie scientifique.

techniques des progrès de la science depuis un siècle et demi montrent cependant de quelle utilité peuvent être à ce point de vue, des théories mêmes incomplètes, et laissent entendre quelle pourrait être la portée pratique d'une application intelligente des résultats, si minces soient-ils, acquis par la science économique, — si seulement on ne prenait pas prétexte de son caractère « théorique » pour en négliger les enseignements.

(3) *Règles pour la direction de l'Esprit*. Œuvres, édit. V. Cousin, t. XI, p. 292.

(4) V. la déposition de Marshall devant la Commission d'Enquête Monétaire de 1898-1899. Marshall, *Official Papers*, p. 267.

Si par conséquent la théorie économique s'est vu reprocher son éloignement des conditions de la vie réelle, si même elle est tombée dans un discrédit que les économistes jugent naturellement (et légitimement) immérité, et dont les répercussions pratiques sont incalculables, ces critiques s'expliquent, parce qu'on a voulu la plupart du temps traiter comme une explication complète de la réalité ce qui n'était qu'une étape dans la marche d'approche vers cette explication. Cette confusion a été facilitée par le caractère trop souvent implicite des hypothèses qui limitaient la portée de la théorie. Sa nature approximative était ainsi dissimulée. « Il y a des hypothèses dangereuses, » a dit H. Poincaré ; ce sont d'abord, ce sont surtout « celles qui sont tacites et inconscientes. Puisque nous « les faisons sans le savoir, nous sommes ensuite im-
« puissants à les abandonner. » (5) Autant dire que dans les sciences, plus que partout ailleurs, « ce qui va sans dire va mieux encore en le disant ».

Ce caractère implicite est particulièrement accusé chez les auteurs de la période classique. Il est à son plus haut point chez Ricardo, et rend l'interprétation de certains de ses chapitres aujourd'hui encore malaisée. On sait que depuis la fin du siècle dernier, de nombreux efforts ont été faits pour mettre au jour ces fondations cachées. Et depuis une vingtaine d'années, en particulier, on s'est appliqué d'une part à dresser une liste complète des hypothèses sur les-

(5) *Science et Hypothèse*, p. 179.

quelles reposent, et les théories classiques, et les théories de l'équilibre économique ; et, d'autre part, d'établir les divisions principales de la théorie, autrement dit les degrés principaux d'approximation selon le nombre et le caractère des hypothèses abandonnées à chaque étape.

Ces systèmes de division sont, dans la littérature économique contemporaine, de plusieurs sortes ⁽⁶⁾. La plus répandue oppose la statique à la dynamique, et comporte elle-même de nombreuses variantes. Comme on l'a fait observer, l'analogie qu'elle suggère entre les phénomènes économiques et les phénomènes mécaniques est trompeuse. Il n'existe dans les premiers rien de comparable à la masse. Mais même si le temps constitue la seule dimension mesurable de notre univers économique, l'existence, empiriquement constatée, d'une tendance vers un certain *équilibre* de la production et des échanges justifie suffisamment cette comparaison. D'autres classifications plus élaborées ont été proposées. Que leurs limites se chevauchent parfois, peu importe. Il ne s'agit là que d'un problème didactique, aussi longtemps que ces limites sont clairement établies.

On peut en particulier, à partir de la théorie de la concurrence parfaite, distinguer trois étapes princi-

(6) V. L'Introduction de M. François Perroux à la *Théorie de l'Evolution Economique*, de Schumpeter, chapitre II, pp. 43 ss. Cf. dans l'*Encyclopaedia of Social Sciences*, l'article *Production*, dû à L. Robbins ; et G. Pirou, *Les Théories de l'Equilibre Economique de Walras à Pareto*, Paris, 1934.

pales dans l'abandon des hypothèses de base; ce sont: 1° l'introduction des imperfections du marché (problèmes de la mobilité imparfaite, des monopoles, duopoles, etc.) ; 2° celle du temps (problèmes de l'intérêt et du capital; 3° celle de l'échange indirect (problèmes monétaires). Ces trois branches de la théorie économique ont été soumises, la seconde depuis Böhm-Bawerk, les deux autres plus particulièrement depuis une vingtaine d'années, à des recherches très approfondies. Mais comme on l'a fait souvent observer, elles ont été longtemps poursuivies séparément, sans toujours tenir compte des résultats respectivement acquis, ni surtout, des conclusions de la théorie pure de l'équilibre et de la concurrence parfaite. Ce n'est cependant qu'en considérant la théorie économique comme un tout et en procédant à chaque étape à partir de la précédente qu'il sera possible d'abandonner successivement les hypothèses primitives, et d'approcher d'une explication plus complète de la réalité. Car l'étude des lois de l'équilibre et de l'état statique n'a d'intérêt que si elle sert ensuite à comprendre les lois du mouvement et de la vie économique.

Le problème consiste donc d'abord à énumérer et à définir aussi rigoureusement que possible les hypothèses artificielles sur lesquelles repose la théorie de l'équilibre ; ensuite, à examiner ce qui se passera au fur et à mesure que ces hypothèses seront abandonnées.

On a longtemps cru pouvoir exprimer l'ensemble

des conditions de l'équilibre par la seule notion de liberté des échanges. Il suffisait pour l'économie politique classique de dire que l'équilibre de l'offre et de la demande était nécessairement réalisé dans un marché « libre ». La théorie moderne de l'équilibre dira ensuite, sous une forme un peu différente, que dans un marché parfait l'équilibre est obtenu lorsque les utilités marginales des biens sont proportionnelles à leurs prix. Ici encore, un marché parfait est essentiellement un marché libre.

Dans l'esprit de l'école libérale (7) du XIX^e siècle, et dans les applications politiques qui étaient faites des enseignements de la théorie économique, le contenu de la notion de liberté économique allait généralement sans dire. L'absence de toute intervention « intempestive » des pouvoirs publics, notamment l'élimination des restrictions douanières et des monopoles, suffisaient ordinairement à la caractériser. On a pu voir, avec l'agitation sociale et l'évolution législative qui a accompagné celle-ci depuis un siècle, au nom de la « vraie » liberté, de quelles variations cette idée était susceptible.

Il n'entre pas dans notre étude de donner une nou-

(7) Ce mot, dont nous ne nous dissimulons nullement l'équivoque (souvent voulue), doit être entendu ici quelle que soit son interprétation par ailleurs, au sens *politique*. S'il est exact qu'il y ait eu des économistes qui étaient en même temps des libéraux, il est faux qu'il y ait jamais eu ou qu'il puisse jamais y avoir une science économique libérale. La théorie économique est vraie ou fausse ; elle n'aura jamais d'autre étiquette.

velle définition de la liberté. Il est évident qu'il existe des degrés de liberté, et qu'à condition de le reconnaître, on peut alors définir son contenu avec une certaine précision, selon qu'elle est limitée par la proportion qui existe entre les forces humaines et les éléments naturels, par la nature de l'individu même, enfin par celle de la société où il vit.

Sur la première limite il y a peu de chose à dire ici. Il suffit de constater qu'elle n'est pas invariable, et qu'elle recule avec tout progrès des sciences et de la technique. Observons seulement que ces progrès ne sont rendus possibles que par la vie en société, et que les limites posées par celle-ci doivent y être combinées.

A l'intérieur de cette première limite, « la liberté » peut alors être entendue comme « la possibilité pour « un individu de satisfaire pleinement ses désirs », « de faire tout ce qu'il veut ». Dans ce sens, elle est alors synonyme de « pouvoir ». Ce serait, tout au plus, celle d'un dictateur maître de toute la planète. Car deux nouvelles limites viennent aussitôt la restreindre.

L'une est inscrite dans la nature même de l'homme. Même si l'on suppose que ses désirs ne dépassent pas l'étendue permise par le dernier état des connaissances techniques, sa situation ne peut jamais être absolument satisfaisante. Même isolé, il se voit déjà divisé par des désirs ou des besoins qui s'excluent mutuellement, et entre lesquels il est *forcé* de choisir.

La liberté d'un individu, au sens le plus absolu, n'est donc jamais que *la liberté du choix*.

Il est possible, à ce point de vue, de considérer la théorie économique pure tout entière comme une logique du choix ⁽⁸⁾. Mais en raisonnant sur un univers composé d'agents économiques « libres », la théorie économique ne se préoccupe pas du problème philosophique du libre-arbitre. Elle part d'un système de préférences *donné*.

La position de l'individu dans la société multiplie à l'extrême ce caractère relatif des satisfactions humaines, puisque tous les hommes sont doués par la nature d'instincts et de besoins qui les mettent en conflit, même dans une société « civilisée ». Une société où tous les individus seraient absolument libres est un non-sens. Ce serait une société sans droit ; ce ne serait même pas une société du tout.

Une nouvelle limite intervient alors, imposée par la proportion de la force individuelle aux forces sociales. C'est celle qui est définie notamment par la Déclaration des Droits de 1789, où « la liberté » est le droit de faire tout ce qui ne nuit pas à autrui. Observons seulement que l'histoire législative des cent dernières années, en France et dans le reste du monde occidental, est celle de l'élasticité de la conception de « ce qui peut nuire à autrui. » Mais les institutions contemporaines de l'économie « dirigée » n'ont nullement succédé, ainsi qu'on le prétend

(8) V. Robbins, *The Nature and Significance of Economic Science*, Londres, 2^e édit., 1935, pp. 12, 83.

tous les jours, à « l'anarchie » du « libéralisme ». Elles peuvent constituer ou non des réformes désirables au point de vue de l'équité ou à tout autre point de vue : c'est là une question politique. Mais il faut éviter de confondre « la liberté » tout court, qui est une vue de l'esprit, avec un certain état du droit, auxquels les nouveaux cadres juridiques viennent se substituer.

Poser le problème social de la liberté, c'est donc poser tout le problème du droit. On a généralement justifié chaque étape de l'évolution juridique et politique vers le renforcement de l'intervention directe de l'Etat sous toutes ses formes en montrant que l'état de droit que l'on voulait modifier n'assurait pas une liberté « véritable », c'est-à-dire limitait le privilège de la liberté à une minorité, selon la répartition inégale des richesses, résultat du régime existant des contrats et de la propriété individuelle. Autant dire que la notion de liberté est inséparable de celle de justice. Dans son domaine, l'économiste ne peut que constater, avec l'évolution de cette dernière idée, celle des institutions qui déterminent les conditions de fonctionnement du marché.

II. — LE PROBLEME DE LA PREVISION

A l'intérieur de cette limite sociale, on pourra dire que l'individu est libre dans la mesure où les résultats de ses actions seront conformes à ses intentions, et,

par conséquent, dans la mesure où les actions des autres individus seront compatibles avec les siennes. La suite de nos décisions est établie selon un plan plus ou moins étendu dans le temps. Il est évident que tous ces plans ne pourront être exécutés qu'à la condition de n'être pas mutuellement incompatibles. Je décide d'aller voir un ami tel jour ; mon plan ne sera pas réalisable s'il est parti la veille en voyage, par exemple.

Mais si je suis informé de son départ, je pourrai modifier mes plans en conséquence et aller le voir auparavant. La condition préalable de ma liberté d'agir, — de mon succès, — est une prévision correcte de l'avenir, — ici des intentions d'autrui, — qui aboutit à un *équilibre* entre deux plans de conduite ainsi rendus compatibles.

Pour que cet équilibre puisse exister entre tous les plans individuels, — pour que tous les individus voient leurs intentions réalisées, — il faut que celles-ci soient compatibles en deux sens : d'une part, leurs plans doivent être basés sur l'anticipation des mêmes événements extérieurs ; et, d'autre part, « les plans » des uns doivent contenir exactement les actions qui « constituent les données servant à faire les plans des » autres » ⁽⁹⁾. Ceci signifie que chacun doit prévoir les intentions des autres, telles qu'elles peuvent être affectées par la connaissance qu'ont ces autres des siennes, — et ainsi de suite.

(9) F. A. v. Hayek, *Economics and Knowledge*, *Economica*, 1937, p. 38.

Il s'ensuit que l'équilibre obtenu par l'hypothèse d'un état statique n'est pas bouleversé par l'introduction du temps et des changements économiques *en tant que tels*. Car si ces changements dans les choses, au sens absolu du terme, sont l'objet d'une prévision exacte, il ne s'agit pas pour notre conscience d'un changement « réel », mais d'un changement survenant conformément à une certaine loi connue à l'avance. Notre faculté de prévoir l'avenir, et par conséquent d'adapter notre conduite au monde extérieur vient ainsi de ce qu'il nous est possible de savoir comment les phénomènes « changent d'une manière qui ne change pas » ⁽¹⁰⁾. Inversement, comme on l'a fait souvent observer, ce qui est au sens absolu du terme une absence de changement pourra devenir un changement « réel » vis-à-vis de notre conscience, si cette absence de changement est inattendue ⁽¹¹⁾. Si le soleil ne se levait pas demain matin, il y aurait, certes, « absence de changement » au sens absolu, — la nuit ne faisant pas place au jour. Ce serait cependant un changement réel dans un autre sens, le seul qui compte dans notre connaissance du monde extérieur, en ce que l'événement survenu serait différent de l'événement prévu. L'existence du changement dans

(10) « Poussé jusqu'au bout, ce processus nous conduirait à un univers entièrement connaissable. Ce serait également, toutefois, au sens pratique, un univers qui ne changerait pas. », Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston 1921, p. 313. V. aussi p. 209.

(11) Hayek, *op. cit.*, p. 40.

l'univers n'est que la conséquence de notre imprévision ⁽¹²⁾.

Prévoir l'avenir serait pouvoir y adapter aussitôt nos décisions, de manière à éviter tous les obstacles éventuels à la réalisation de nos désirs. « Si nous
« pouvions changer de caractère avec le temps et les
« circonstances, notre fortune ne changerait ja-
« mais. » ⁽¹³⁾ Toute erreur équivaut donc à une forme de contrainte infligée à notre volonté par les événements extérieurs.

En ce sens, un marché parfaitement libre serait un marché dont tous les membres seraient sinon omniscients, mais du moins suffisamment prévoyants pour que leurs intentions soient toujours compatibles. Il s'agit donc de la « connaissance utile » de chacun des agents économiques, qui pose le problème de la « division des connaissances », « fort analogue à celui
« de la division du travail, et au moins aussi impor-
« tant.... Le problème central de la théorie économi-
« que, en tant que science sociale, est de savoir com-
« ment les interactions spontanées d'un grand nom-
« bre d'individus, dont chacun ne possède que des

(12) Selon Bergson, « tout changement réel est un changement indivisible ». (*La perception du changement*, 1911, p. 22.) Il serait tout aussi juste, nous semble-t-il, (et en tout cas non moins bergsonien), de dire que « tout changement réel est un changement imprévisible ». Si l'on admet que les variations dans les données immédiates de notre conscience sont des changements de qualité, il faut ajouter qu'il existe différentes qualités de changement.

(13) Machiavel, *Le Prince*, chap. XXV.

« fragments de connaissance, aboutissent à un état
« de choses où les prix correspondent aux coûts, etc.,
« et qui ne pourrait être amené délibérément que
« par quelqu'un qui posséderait les connaissances
« combinées de tous ces individus. » (14)

On a pu ainsi montrer (15) comment le profit, en tant que catégorie résiduelle de revenu, était déterminé par le facteur d'incertitude et d'imprévisibilité de la vie économique. En l'absence de cette incertitude, les prix de tous les services productifs s'adapteraient aux modifications futures des prix de vente des produits. Aucune divergence ne se produirait entre prix de revient et prix de vente. Il ne pourrait y avoir ni profits ni pertes. « La concurrence parfaite est la concurrence sans erreur. » (16)

Mais cette condition de la concurrence parfaite, de la liberté complète du marché, pour nécessaire qu'elle soit, ne nous paraît pas suffisante. Même si l'individu prévoit un mode d'action qui lui permet d'ajuster sa conduite aux événements extérieurs, il faut encore admettre qu'il est entièrement libre par ailleurs d'effectuer ce rajustement, autrement dit qu'il n'est déterminé par aucun autre facteur que ceux qui résultent de son système actuel de préférences. Même si on inclut dans cette dernière catégorie des éléments

(14) Hayek, *op. cit.*, p. 49.

(15) Knight, *op. cit.* passim, surtout chap. II, p. 36, et chap. IX.

(16) Knight, art. *Value and Price*, dans l'*Encyclopaedia of Social Sciences*. V. aussi *Journal of Political Economy*, déc. 1936, p. 638 (« Friction = error »).

tels que les liens locaux ou familiaux (le « défaut de mobilité géographique de la main-d'œuvre », si important pour le problème du chômage), et qui font obstacle à des rajustements, même prévisibles, il reste tous les éléments de rigidité du système économique, — les facteurs « institutionnels », et particulièrement les obligations juridiques. Déjà Mill avait fait observer à quel point le mécanisme de la concurrence était entravé par l'influence des « situations acquises », des coutumes imposées par le temps et la tradition, et par l'inégalité des conditions sociales. (17)

Aussi faut-il admettre qu'à chaque instant des obstacles de ce genre limiteront la faculté d'adaptation mise en jeu par la faculté d'anticipation. L'absence de ces obstacles, la « fluidité » du milieu économique, est une hypothèse qui va de pair dans la théorie de l'équilibre, avec celle de la prévision parfaite.

Il est malaisé de donner une définition précise de cette limite. On peut rapprocher de ce problème celui du criterium de la « force majeure ». On sait que la Cour de Cassation, exige une impossibilité *matérielle* d'exécution et n'admet pas l'exonération du débiteur par application de l'article 1148 du Code Civil s'il ne s'agit que d'une obligation devenue très onéreuse. (18). Le Conseil d'Etat, par contre, admet par application de la théorie jurisprudentielle de l'imprévision

(17) Mill, *Principes d'Economie Politique*, L. II, chapitre IV, § 3. On Competition and Custom.

(18) Cour d'Appel de Paris, 30 déc. 1932 (D. H. 1933, p. 169).

qu'il suffit, pour amener une révision des clauses d'une concession de service public, d'un « bouleversement économique du contrat excédant les limites que les parties pouvaient raisonnablement prévoir lors de sa conclusion ». (19)

Mais en dehors de toute obligation morale ou juridique, il est évident que la limite à partir de laquelle une action sera considérée comme « impossible » sera définie non par sa possibilité matérielle, mais par son utilité pratique, — par sa rentabilité économique au sens le plus large, — par la proportion des moyens employés à la fin recherchée, des ressources mises en jeu au résultat qui est en jeu.

On se rappelle comment, dans le « Tour du monde en 80 jours », Phileas Fogg s'embarque sur un paquebot pour traverser l'Atlantique, dernière étape de son voyage. Il se trouve alors dans l'alternative de démolir les ponts du bateau pour chauffer les chaudières, ou de continuer à allure ralentie et de perdre son pari. Dans ces conditions, il ne lui est pas *matériellement* impossible d'achever son voyage dans le délai prévu; mais il y met un *prix* qui est justifié à son point de vue, à la fois par le montant de l'enjeu, et, bien entendu, par une considération non économique (au sens étroit) qui est son point d'honneur à gagner son pari. Mais on ne peut guère supposer qu'un Tribunal, pour donner l'excuse de la force majeure à un armateur empêché par manque

(19) V. notamment Cons. d'Et., 9 déc. 1932, Cie des Tramways de Cherbourg, D. P. 1933, 3, 17.

de combustible, par exemple, d'avoir livré sa cargaison à la date convenue, exigerait de lui la preuve qu'il a « fait l'impossible » en brûlant les ponts de son bateau pour arriver à temps. La limite de la force majeure est donc de nature économique. Elle est forcément élastique.

Cette notion de limite « raisonnable » dont il est évidemment impossible de donner une définition précise et universelle, fait la difficulté principale de tous les problèmes rattachés à la notion de juste prix, de lésion, de dol, d'escroquerie, etc. Elle s'applique dans le problème qui nous intéresse, à la mesure dans laquelle un individu peut par la seule prévision des fluctuations économiques, adapter son activité de manière à limiter ou à éviter toute diminution de son revenu. Celles qu'il n'aura pu éviter lui auront été imposées par des changements extérieurs, échappant à la fois à sa prévision et à sa volonté. Il aura été « forcé » de les subir.

Il n'est pas douteux qu'une proportion considérable des transferts de richesses s'explique par des phénomènes de ce genre, et que la théorie de l'échange proprement dite ne rend compte que d'une partie seulement des relations dites économiques. ⁽²⁰⁾ C'est

(20) Cette manière de voir a été développée par Marx dans le sens qu'on sait. V. sur le même problème, quoique dans un sens différent, les curieuses observations de Bastiat, *Physiologie de la Spoliation*, *Œuvres complètes*, t. IV, pp. 127 ss. « On est forcé de reconnaître que la spoliation s'exerce dans ce monde sur une trop vaste échelle, qu'elle se mêle trop universellement à tous les grands faits humains pour qu'aucune science sociale, et l'Economie politique surtout, puisse se dispenser d'en tenir compte. » (p. 128).

en ce sens qu'il faut notamment entendre la notion d'épargne forcée, qui a donné lieu, depuis quelques années, à d'intéressantes recherches. Mais tel que ce terme est actuellement utilisé, il sert à désigner plusieurs phénomènes fort différents. M. F. Perroux en a donné la classification suivante : ⁽²¹⁾

1° Le réinvestissement des bénéfices et des réserves dans les sociétés anonymes. Ce problème a été étudié par M. Francesco Vito, qui a établi l'analogie de ses effets avec ceux de l'épargne forcée monétaire, et son importance dans le développement du cycle économique. ⁽²²⁾ L'épargne forcée se présente alors comme une diminution de revenu imposée aux actionnaires par la décision d'un conseil d'administration. On sait l'extension prise par cette forme d'autofinancement de l'entreprise, qui constitue actuellement une source importante de l'offre des capitaux neufs, en dehors de l'épargne individuelle ordinaire.

2° Le réinvestissement automatique des profits imposé par l'Etat aux entreprises. Il s'agit là d'une forme d'emprunt public forcé, — différent de l'impôt, sans doute, au point de vue juridique, en ce qu'il comporte la promesse d'un remboursement du

(21) *Cours d'Economie Politique*, Faculté de Droit de Paris, 1937-1938, p. 223.

(22) *Il risparmio forzato e la teoria di cicli economici*, Rivista internazionale di scienze sociali, 1934. *Risparmio forzato, cicli economici ed economia regolata*, Giornale degli Economisti, déc. 1936 ; *Risparmio Forzato e Cicli Economici* (in *Cicli Economici*, Contributi dell'Istituto di Scienze Economiche, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano 1937).

capital, et le versement, dans certains cas, d'un intérêt. Mais il ne peut avoir d'autres effets sur la production et les prix que ceux de l'incidence de l'impôt proprement dit, et son étude appartient, à ce titre, à la théorie économique de l'impôt.

On sait que ce procédé a été largement employé en Allemagne au cours des dernières années. On peut en rapprocher les propositions faites en Novembre 1939 par J. M. Keynes pour financer le budget de guerre britannique par une épargne obligatoire pour toutes les classes sociales. En réalité, toutes les fois qu'un emprunt public n'est pas offert sur le marché des capitaux au libre choix des épargnants, mais qu'il leur est imposé par une disposition légale, mettant en jeu tous les procédés de contrainte du droit public, il ne s'agit que d'une forme à peine déguisée de prélèvement fiscal.

Lorsque les profits sont l'objet d'un réinvestissement obligatoire, mais qu'au lieu de les absorber directement, l'Etat ne fait qu'indiquer les catégories d'entreprises où ils doivent être investis, il ne s'agit plus d'emprunts d'Etat, mais d'une direction par l'Etat, partielle ou générale, de la production. ⁽²³⁾ Il s'agit alors d'un régime d'économie planifiée. M. Perroux distingue, du reste, l'épargne forcée en régime socialiste des différents types existant en régime capitaliste. Mais en régime de socialisation intégrale,

(23) V. H. Laufenburger, *Quelques aspects de la reprise allemande : méthodes et résultats*, Revue d'Economie politique, 1938, pp. 11 ss.

tous les revenus, ainsi que la part du revenu national consacrée à l'accroissement du capital, sont fixés par l'autorité centrale. En ce sens, toute épargne, en régime socialiste, est « forcée ». ⁽²⁴⁾

M. Perroux distingue toutefois dans une économie socialiste intégralement planifiée, deux phénomènes : 1° les décisions de l'autorité centrale qui fixent la proportion entre les biens de production et les biens de consommation; 2° dans un sens plus subtil, le cas d'une production anormalement basse de biens de consommation. Il y a alors épargne forcée « infra-normale », impliquant une sous-alimentation d'une fraction de la population lorsque l'on cherche à développer une autre branche de la production, — voire de la population tout entière. L'épargne socialisée sera définie comme normale lorsqu'elle est exactement la même que si elle était le résultat du choix des intéressés dans un système de concurrence libre.

3° L'épargne forcée d'origine monétaire, provoquée par un synchronisme imparfait des prix. C'est ce phénomène seul que nous nous proposons d'étudier dans les chapitres qui suivent, à l'exclusion de tous les types d'épargne forcée non monétaire.

(24) F. Perroux, *Capitalisme et communauté du travail*, pp. 92-93.

CHAPITRE II

L'ÉPARGNE ET LA FORMATION DU CAPITAL

L'épargne, dans la vie courante, se présente sous deux formes : étant donné le revenu net pendant une période déterminée, c'est-à-dire ce qui subsiste du revenu brut après élimination de toutes les dépenses, quelles qu'elles soient, nécessaires à maintenir ce revenu au même niveau au cours de la période suivante, (1) l'épargne consiste d'abord dans la différence entre ce revenu net et les dépenses de consommation : c'est la partie du revenu mise en réserve pour être consommée à une date ultérieure. Ainsi définie, l'épargne se présente comme une consommation différée.

Aussi longtemps qu'elle est pratiquée sous cette forme seule, l'épargne ne peut évidemment accroître le flot des revenus, mais seulement modifier la répartition de leur emploi dans le temps. Une seconde forme apparaît alors : la transformation de la portion de revenu épargnée en une source de revenu futur permanent; les ressources ne sont pas alors simplement épargnées : elles sont investies, pour être transformées en capital.

(1) Les problèmes se rattachant à cette définition seront examinés plus loin, pp. 37 et 52.

Cette distinction correspond, à peu de chose près, à celle établie par M. Rist entre épargne-réserve et épargne créatrice ⁽²⁾. Nous chercherons, dans ce qui suit, à montrer en particulier comment la première forme d'épargne est la condition de la seconde; et à examiner le rôle de la monnaie dans la formation du capital.

Dans la société moderne, l'action d'épargner et celle d'investir, la formation de l'épargne à partir du revenu et la création du capital à partir de l'épargne, sont accomplies dans des processus séparés, mis en jeu par des personnes différentes. ⁽³⁾ Il pourra se produire, en particulier sous l'influence de facteurs monétaires, que la quantité de capital en formation provienne d'autres sources que l'épargne individuelle ordinaire. Cependant, aucun capital ne peut se former sans qu'il y corresponde, à un point quelconque du système économique, l'équivalent d'une épargne proprement dite.

I. — L'EPARGNE EN NATURE

Dans les sociétés qui ne sont pas intégralement socialisées, — et dans cette catégorie il faut comprendre même les Etats où « l'économie dirigée » a pris une

(2) *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires* (Paris, 1933), *Théorie de l'épargne*.

(3) Sauf dans le cas d'investissement dans sa propre entreprise, par un individu ou un groupe (Autofinancement de l'entreprise).

grande extension, — le caractère plus ou moins capitalistique de la production, autrement dit la plus ou moins grande abondance de biens-capitaux, dépend, à chaque instant, (en dehors de la proportion des revenus privés absorbés par l'Etat, et de la proportion des revenus de l'Etat consacrés à des investissements en capital), de l'équilibre entre l'ensemble des décisions des chefs d'entreprise relatives aux investissements, et l'ensemble des décisions individuelles qui déterminent, dans le flot monétaire des revenus, la proportion entre l'épargne investie et la consommation. Le processus de la formation du capital dépend donc de décisions indépendantes, entre lesquelles il ne doit exister aucune incompatibilité, au sens où nous l'avons entendu au chapitre précédent; sinon l'équilibre du marché des capitaux sera rompu; la continuité du processus de formation des biens-capitaux sera interrompue.

Afin d'examiner d'une manière aussi complète que possible les différents éléments de ce processus, nous le décrirons, à l'exemple de la plupart des théories de l'épargne, par approximations successives, en commençant par l'analyse de l'économie en nature. (4)

Considérons donc un producteur isolé, subvenant à ses besoins par son seul travail manuel. Comme l'a indiqué M. Rist (5) il ne lui est pas nécessaire, pour créer un bien de production, de « mettre en réserve »

(4) V. surtout Böhm-Bawerk, *Théorie positive du Capital*, édit. française, 1929, t. I, pp. 240 ss.

(5) *Op. cit.* pp. 195 ss.

un stock de produits consommables. Une telle mise en réserve ne suffirait, bien entendu, à elle seule, qu'à différer la consommation du revenu, sans pouvoir l'accroître d'une manière permanente. Mais ici, cette condition n'est pas non plus nécessaire : cette manière d'agir n'est qu'une variante du procédé général qui seul permet une création de capital et une augmentation future de la production et du revenu : savoir, la libération d'une partie du temps de travail consacrée jusque là à la production de biens immédiatement consommables et son affectation à la production de nouveaux moyens de production. Si Robinson dispose d'une marge qui lui permet de ne consacrer qu'une partie de son travail quotidien à sa subsistance, il lui suffira de réduire sa production immédiatement consommable jusqu'au niveau qu'il jugera convenable, étant donné le temps nécessaire à la production d'un outil, et le délai plus ou moins rapide au bout duquel il désire en avoir la jouissance. Dans ce cas, l'épargne-réserve n'est aucunement la condition de l'investissement, de l'épargne créatrice. Cette condition est la modification de la distribution existante des forces productives, de manière à en affecter une quantité plus grande à la fabrication de biens de production. Si on exclut l'hypothèse d'une augmentation du temps total de travail, il est nécessaire de distraire une partie de ce temps de la production des biens de consommation, et donc de diminuer, avec cette production, la consommation même. En fait, la production *simultanée* (abstraction

faite de la division du temps à l'intérieur de la limite de 24 heures que nous avons choisie) et continue des biens de production et des biens de consommation, aboutira à la formation du capital.

Ce qui constitue, dans notre exemple individuel, la division du temps de travail entre ces deux catégories de production équivaut, au point de vue social, à la division *des producteurs* en deux catégories; et de même que pour l'individu, l'addition d'un bien capital réel au stock existant dans la société ne peut s'effectuer qu'à la suite d'une restriction nette de la consommation pour la société tout entière.

Cette restriction, bien entendu, n'atteint pas nécessairement toutes les catégories de producteurs. Mais l'épargne des uns n'ira pas accroître aussitôt le revenu consommable des autres, par un simple transfert entre catégories sociales de la quantité totale des biens de consommation produits. A la suite de l'épargne, et du fait même de son investissement, cette quantité sera nécessairement réduite tant que durera la production du nouveau bien-capital.

Supposons trois catégories de producteurs, A, B et C, produisant une variété de biens de consommation dont ils consomment chacun une partie, tous les échanges se faisant en nature, et la production et la consommation de chaque catégorie étant, par exemple, de 100 unités. Supposons maintenant que tous décident de concert de produire des machines dont l'emploi augmentera de 50 % le rendement de la production courante. Pour y parvenir sans allon-

gement de la durée du travail, il faudra qu'une des catégories de producteurs, C par exemple, cesse de produire des biens de consommation pendant le temps nécessaire à la fabrication du bien de production désiré : la production des biens de consommation peut être obtenue si (par exemple) A et B réduisent leur consommation à 50 unités, tout en maintenant leur production au niveau antérieur, soit 200.

L'épargne aura pour effet, sans nécessairement diminuer la part consommée par les producteurs de biens de production, de diminuer, en même temps que la consommation totale, la production totale des biens à consommer. Lorsque l'investissement sera terminé, son rendement se traduira par une productivité accrue. A et B, avec la même quantité de travail, produiront, dans notre hypothèse, 300 unités de biens de consommation au lieu de 200. Ils pourront alors choisir de consommer le surplus en totalité, ou de continuer l'accumulation de capital en épargnant sur la portion de revenu supplémentaire, sans que leur consommation subisse une diminution nette. ⁽⁶⁾ Que l'épargne soit prélevée sur un revenu stationnaire ou sur un revenu croissant, sa fonction est essentiellement la même : libérer les forces productives qui eussent été, en son absence, affectées à la création de biens immédiatement consommables.

(6) Il s'agira alors, suivant la terminologie adoptée par M. Rist, d'*épargne-renoncement* par rapport à une consommation possible, et par opposition à l'*épargne-retranchement*.

Mais le processus ne s'arrête pas avec la production du bien-capital: celui-ci, en effet, si durable soit-il, est périssable; toute machine finit par s'user; tout capital doit s'amortir. Il sera donc nécessaire, si l'on désire simplement maintenir à un niveau constant le capital existant, que le processus de l'épargne se renouvelle afin qu'un bien-capital de valeur équivalente soit prêt à être mis en service dès le moment où le premier aura épuisé les services qu'il peut rendre. Autrement dit, « on doit consommer dans la période courante au plus le produit d'autant de forces productives, — actuelles et passées, comptés ensemble, — qu'il en naît de nouvelles dans la période courante ». (7) Sinon, il y aura consommation de capital et, après un certain temps, le revenu consommable de la société subira une réduction correspondante.

II. — LES BIENS CAPITAUX ET LE CAPITAL LIBRE

Ce résumé d'analyse économique élémentaire nous amène à l'examen des différents aspects du concept de capital. On sait à quelles controverses ce concept a donné lieu (8). La plupart des divergences sur ce point, comme dans tant d'autres branches de la théorie économique, sont d'ordre purement termino-

(7) Böhm-Bawerk, *op. cit.*, p. 245.

(8) Böhm-Bawerk, *op. cit.* chap. III.

logique. L'essentiel est de choisir ses définitions et de s'y tenir dans la suite de la discussion.

Il est d'usage de distinguer trois aspects principaux dans le concept de capital : l'un correspond au stock existant des biens de production fabriqués, par conséquent de durée limitée, et susceptibles d'être employés à une production ultérieure. Nous les dénommerons, dans ce qui suit : biens-capitaux ou biens de production.

Le deuxième aspect du capital, à la différence du premier, correspond à la période où le capital est prêt à être investi, sans avoir encore pris une forme matérielle déterminée, telle qu'il la revêtira en qualité de bien de production. Nous dirons qu'il s'agit alors de « capital libre », dans sa forme non investie.

Enfin, on peut désigner par capital toute source permanente de revenu, par opposition au revenu même.

L'une des tâches principales de la théorie du capital consiste à expliquer comment l'emploi des biens-capitaux dans la production aboutit à la production d'un flot de revenu, et à rechercher les conditions d'emploi qui détermineront le montant de ce flot ; autrement dit, quelles espèces de biens on choisira de produire plutôt que d'autres, et pour quelles périodes on investira le capital. Ce problème sort cependant des limites de notre étude, qui a pour objet l'examen des influences monétaires dans la formation du capital. Dans ce qui suit, nous nous attacherons donc aux deux premiers de ces aspects, les plus importants pour l'explication de ce phénomène.

A. — LES BIENS-CAPITAUX.

Un bien-capital quelconque est défini par les caractéristiques suivantes : 1° par la durée plus ou moins grande pendant laquelle il rend des services; 2° par la durée plus ou moins grande nécessaire à sa production; 3° par la distance qui le sépare dans la structure de la production, (c'est-à-dire dans le temps) de la maturation finale de ses services en biens de consommation; 4° par son caractère plus ou moins spécifique.

1° La première caractéristique correspond à la distinction habituelle entre capitaux fixes et capitaux circulants; entendue en ce sens (qui est celui adopté par Ricardo et Jevons, ⁽⁹⁾) elle ne constitue qu'une différence de degré entre tous les biens-capitaux, un bien participant d'autant plus de la nature du capital fixe qu'il est plus durable. A la limite, les ressources entièrement permanentes ne doivent donc plus être considérées comme des biens-capitaux (bien que, lorsqu'elles sont l'objet d'appropriation elles constituent du capital en tant que source de revenu), mais comme des facteurs originels de production.

La période pendant laquelle un bien rend des services est la période au bout de laquelle il est entièrement consommé. Et comme tout bien d'une durée

(9) Ricardo, *Principes*, chap. I. Jevons, *Théorie de l'Economie Politique*, édit. française, p. 331.

limitée doit être reconstitué si l'on désire assurer la permanence de ses services, le caractère de « biens de production produits » n'est donc qu'un autre aspect de la durée plus ou moins grande des biens capitaux.

2° La durée nécessaire à la mise en service d'un bien quelconque constitue ce qu'on appelle parfois la période de production de ce bien. Ce concept, employé d'une manière extensive depuis Böhm-Bawerk, a prêté depuis quelques années à des critiques nombreuses; certaines vont jusqu'à demander son élimination complète de la théorie du capital. ⁽¹⁰⁾ Mais Böhm-Bawerk avait, nous semble-t-il, répondu par avance à la principale de ces critiques lorsqu'il reconnaissait que la période de production pouvait être calculée, rigoureusement parlant, à partir du moment où le premier bien-capital a été créé, puisque tous les biens-capitaux existants doivent leur existence à des biens-capitaux antérieurs, dont ils ont recueilli la valeur. Ainsi la période de production de n'importe quel bien pourrait être comptée à partir de l'âge de pierre. Elle ne doit donc pas être appré-

(10) J.-M. Fleming, *The Period of Production and derived Concepts*, Review of Economic Studies, vol. III-1, Oct. 1935. C. R. Nurkse, *The Schematic Representation of the Period of Production*, id., vol. II-3, juin 1935; et la controverse entre Hayek et Knight : Knight, *Capital, Time & the Interest Rate*, Economica, aug. 1934, *Professor Hayek & the Theory of Investment*, Economic Journal, vol. XLV, mars 1935. *The Quantity of Capital & the Rate of Interest*, Quarterly Journal of Economics, août et déc. 1936. — Hayek : *The Mythology of Capital*, Quarterly Journal of Economics, mars 1936.

ciée « d'après l'intervalle absolu écoulé entre la dépense du premier atome de travail et l'achèvement de l'ouvrage », mais selon « l'espace de temps qui s'écoule *en moyenne* entre la dépense des forces originelles du travail et des utilités du sol, employées successivement pour un ouvrage, et l'achèvement des biens de jouissance définitifs ». (11) Ajoutons que le raisonnement utilisé ici pour la production des biens de jouissance, ou pour la période de production, s'applique également à cette partie de la période de production nécessaire à la mise en service d'un bien de production intermédiaire.

A la production d'un bien quelconque correspond, outre la période de production proprement dite, — qui tient compte de tous les facteurs de production et biens intermédiaires ayant concouru à la production du bien, — une période moyenne d'attente, décomptée à partir du moment où commence l'investissement nouveau, *étant donné l'appareil existant des biens capitaux* : c'est le temps nécessaire à la production du bien à partir du moment où des forces de production sont détournées de leur emploi antérieur pour être affectées à la production du bien-capital, c'est-à-dire, du moment où la répartition existante de tous les agents de production (facteurs originels et biens intermédiaires) est modifiée par cet investissement neuf; et cet investissement ne peut être terminé que si la période d'attente est respectée; autre-

(11) Böhm-Bawerk, *op. cit.*, p. 204.

ment dit, à condition qu'aucun facteur ne vienne modifier en sens inverse la nouvelle répartition des biens qui correspond à l'investissement neuf.

Enfin il existe entre ce deuxième aspect et le premier une relation importante : de deux biens-capitaux qui rendent *les mêmes services*, mais qui diffèrent par la durée pendant laquelle ils les rendent, le plus durable des deux exigera toujours un coût plus élevé et une période de production plus longue. Mais s'agissant de biens-capitaux de nature différente, il n'existe évidemment aucun rapport de réciprocité entre ces deux aspects, et dans ce cas, ⁽¹²⁾ il peut fort bien arriver qu'un bien très durable exige une période de production relativement courte, alors que celle d'un bien de consommation instantanée pourra être relativement plus longue : ainsi la période de production d'une banane comportera, par exemple, une fraction de la période de production du bateau qui l'a transportée, du canal traversé par ce bateau, etc., correspondant aux services rendus par le bateau pendant le transport, par le canal pendant le passage du bateau, etc.

En conséquence, la période d'attente d'un bien-capital n'est pas dans un rapport nécessaire avec le caractère fixe ou circulant de ce bien : en particulier, la proportion entre placements à long terme et pla-

(12) Mais dans ce cas seulement. Böhm-Bawerk (*op. cit.* chap. II, pp. 216 ss.) semble nier généralement ce parallélisme, qu'il distingue de celui qui existe entre la période de maturité de jouissance des biens durables, et leur période de production.

cements à court terme ne correspond pas à la répartition des biens-capitaux en capital fixe et capital circulant.

3° Ceci nous amène au rang occupé dans la période de production par le bien-capital relativement à la consommation finale, qui n'est autre que le caractère de tout bien économique selon son rang, d'après la classification mise en usage par Menger, en biens de premier, de deuxième rang, etc. Comme l'a fait observer Marshall ⁽¹³⁾ beaucoup de biens appartiennent à plusieurs rangs en même temps : « Par exemple, un train peut transporter des voyageurs en excursion de plaisir, et est alors un bien de premier rang; s'il contient en même temps des caisses de biscuits, des machines de minoterie et des machines servant à produire des machines de minoterie, il est à la fois un bien de second, de troisième et de quatrième rang ». Il est également évident que tout bien produit est le résultat de la transformation des facteurs originels de production (biens de dernier rang), à travers toute la période de production, et qu'il a donc appartenu lui-même, au cours de sa fabrication, à tous les rangs que contient cette période. Cette division est, bien entendu, plus ou moins arbitraire, selon les différentes phases *techniques* du processus de production que l'on choisit de distinguer; mais au point de vue strictement économique cette gradation, suivant le chemin parcouru « verticalement »

(13) *Principles of Economics*, 1^{re} édition, pp. 109 ss.

par un bien au cours de ses transformations techniques, est ininterrompue. Il est possible, par contre, de séparer dans ce processus les différents stades qui correspondent au passage d'une entreprise à une autre, passage qui s'effectue à la suite d'un paiement de monnaie. Aussi, tout allongement de la période de production, amenant un plus grand nombre de phases techniques, ne signifie pas que le nombre de stades correspondant à un paiement monétaire ait nécessairement augmenté, si l'accroissement du capital a eu lieu à l'intérieur d'une même entreprise. (V. pl. loin, p. 62. n. 30).

Il faut observer en second lieu que lorsqu'un bien durable entre dans la période de production d'un bien quelconque, cette période doit être calculée, non en fonction de celles de tous les biens durables qui ont concouru à sa production, mais seulement, comme nous l'avons indiqué plus haut, de la partie de leur période de production proportionnelle à la durée des services incorporés au bien produit, puisque ces services ne sont pas épuisés en une seule fois. Et, d'autre part, les services rendus par les biens durable doivent être considérés comme appartenant à autant de stades de la production qu'il en est contenu dans l'intervalle de temps qui définit leur rang, autrement dit, dans la période au cours de laquelle ces services viennent à maturation, et aboutissent à la production du bien considéré ⁽¹⁴⁾.

(14) V. sur la discussion des rapports entre la période de production et la durée de service des biens, F.-A.

B. — LE CAPITAL LIBRE.

Les biens-capitaux constituent le stock existant de tous les instruments de production : ce sont eux que l'on désigne en général lorsqu'on parle de la « quantité de capital », ou encore de la structure plus ou moins « capitalistique » de l'appareil de production. Mais ce n'est pas là ce qu'on entend dans des expressions telles que l'offre et la demande de capital. Il s'agit alors de capital tel qu'il se présente sur le marché des capitaux à long et court terme, avant d'être investi dans la production.

La forme qu'il prend dans la réalité est alors monétaire : obtenir des capitaux, c'est essentiellement emprunter de l'argent. Certains auteurs ont même choisi de définir le capital par son seul aspect monétaire. Selon Schumpeter ⁽¹⁵⁾ par exemple, (pourtant peu suspect, en qualité de disciple de Böhm-Bawerk, d'une confusion entre la monnaie et les biens réels), le capital est un « fonds de pouvoir d'achat » servant de « levier... avec lequel l'entrepreneur soumet à sa domination les biens concrets dont il a besoin ; ce n'est pas autre chose qu'un moyen de détourner les fac-

Hayek : *On the Relation between Investment and Output*, Economic Journal, juin 1934. Une théorie plus complète de ces problèmes doit être systématiquement développée dans le livre du Prof. Hayek, *The Pure Theory of Capital*. Les circonstances actuelles ne nous ont pas permis de savoir si ce livre est aujourd'hui publié.

(15) *Théorie de l'évolution économique*, éd. fr., p. 384.

« teurs de production vers de nouveaux emplois, ou « d'imposer une nouvelle direction à la production ». Ajoutons en outre que même si l'on considère que l'entrepreneur affecte son capital-argent à l'achat de biens-capitaux réels, ces biens-capitaux sont, précisément, *achetés* et *vendus* contre un prix en monnaie, ou, tout au plus, loués contre paiement d'un loyer ou même d'une rente au sens strict. Mais en dehors de ce dernier cas, qui ne s'applique qu'aux capitaux fixes, les biens capitaux eux-mêmes ne sont pas l'objet d'un prêt. Le capital en tant que source d'intérêt apparaît toujours sous la forme d'un prêt de *monnaie*.

A quelle catégorie « réelle » correspond donc le capital monétaire, ⁽¹⁶⁾ si ce n'est pas aux biens-capitaux ?

A la suite des physiocrates, la plupart des économiques « classiques » ont défini le capital comme « le fonds de subsistances » avancé par les entrepreneurs aux salariés ⁽¹⁷⁾. Cette conception est également celle de Jevons ⁽¹⁸⁾ : « La subsistance ordinaire requise

(16) Marshall emploie l'expression de « command over capital » pour désigner le crédit. *Official Papers*, pp. 49, 50, 270, 307.

(17) Cette conception apparaît notamment chez Turgot : « Tous les genres de travaux de la culture, de l'industrie, du commerce, exigent des avances... Dans quelque métier que ce soit, il faut d'avance que l'ouvrier ait des outils, qu'il ait une suffisante quantité des matières qui sont l'objet de son travail ; il faut qu'il subsiste en attendant la vente de ses ouvrages. » *Réflexions sur la Formation et la Distribution des Richesses*, § LIV, édit. Daire, t. I, p. 34.

(18) *Op. cit.*, p. 332.

« pour entretenir les travailleurs de tous ordres
« quand ils sont occupés dans leur travail, est réelle-
« ment la vraie forme du capital ; par suite, je ne
« dirais pas qu'un chemin de fer est du capital fixe,
« mais que le capital est fixé dans le chemin de fer.
« Le capital n'est pas le chemin de fer, mais c'est la
« subsistance de ceux qui ont fait le chemin de fer.
« Abondance de capital libre dans un pays signifie
« qu'il y a des stocks copieux de nourriture, vête-
« ments et tous articles que les gens insistent pour
« avoir ; que, en résumé, tout est arrangé de telle
« sorte qu'une subsistance abondante et tous les ob-
« jets nécessaires sont prêts à apparaître sans que le
« travail du pays soit lourdement taxé pour les four-
« nir. En de pareilles circonstances, il est possible
« qu'une partie des travailleurs du pays puisse être
« employée à des ouvrages dont l'utilité est lointaine,
« et sans cependant que personne souffre de disette
« dans le présent. »

Cette forme du capital représente les avances qu'il est nécessaire de faire pour que les agents de production contribuant à la fabrication d'un bien qui ne procurera de services consommables qu'à une époque plus ou moins éloignée, puissent subsister dans l'intervalle ; elle n'est donc qu'un aspect du phénomène de l'épargne tel que nous l'avons décrit plus haut. Pendant la période d'attente nécessaire à la maturation d'un investissement nouveau, il faut que les forces productives qui sont ainsi détournées de la production de biens à maturation plus rapide, soient

rémunérées ; il faut qu'elles reçoivent un revenu transformable en biens de consommation. D'autre part, ce qui a permis de libérer ces mêmes forces productives, c'est une épargne, donc une diminution de la consommation pour les épargnants, qui aboutit, nous l'avons vu, à une diminution relative de la consommation globale.

Il est évident, par conséquent, que le mécanisme de l'épargne ne crée pas un *surplus* de biens de consommation, qui serait ensuite, du fait de l'investissement, transféré aux agents de production pour être consommé par eux. On ne peut davantage représenter le capital libre comme un *stock* de biens de consommation, mis en réserve pour couvrir les besoins courants pendant la période de production : dans la société, il n'existe pas de stocks de cette catégorie, — les « stocks » existants ne varient pas avec les mouvements de l'épargne, mais sont déterminés par des facteurs entièrement différents, dus notamment aux mouvements saisonniers de la production et à l'ensemble des mouvements cycliques. La production des biens de consommation est continue et se développe en même temps que celle des biens de production. Le stock des biens de consommation n'est que la quantité existante, à un moment du temps, et constamment renouvelée, de ces biens.

Observons, en outre, que les « avances » de biens faites par les entreprises le sont non seulement aux salariés, mais à tous les agents de la production, donc, au même titre, aux propriétaires de la « terre » et

des agents naturels, et aux vendeurs de biens capitaux ⁽¹⁹⁾. Les revenus présents des facteurs de la production sont les produits de services passés, qui étaient eux-mêmes à ce moment des « avances » sur le produit futur. De même que les salaires, ces revenus représentent la valeur escomptée de leur production future ⁽²⁰⁾.

Entendu dans ce sens, le capital libre représente tous les biens consommés par des agents productifs. Sous cette forme, il est prêt à être investi dans une direction quelconque. Au cours de l'investissement, sa valeur s'incorpore aux biens-capitaux produits et représente le prix payé par l'entrepreneur aux facteurs de la production pour les services concourant à la création de ces biens-capitaux.

Mais si le capital libre n'est pas constitué par les biens de consommation *épargnés*, par quelle relation est-il lié à l'épargne ? En ceci, que l'épargne n'est que l'aspect négatif du capital libre. Elle est la résolution des épargnants de ne pas consommer une par-

(19) V. Wicksell, *Lectures on Political Economy*, t. I, p. 188. Dans la 3^e édition de la *Théorie Positive du Capital* (édit. allemande, p. 632 ; le t. II de l'édition française n'a pas été publié), Böhm-Bawerk établit que même le capitaliste reçoit son revenu d'avance au même titre que les salariés. Ceci est mis en doute par Wicksell, qui demande « qui pourrait avancer au capitaliste ? » Mais l'observation de Böhm-Bawerk s'explique, nous semble-t-il, si l'on considère seulement le revenu des vendeurs de biens capitaux, et non les « capitalistes », c'est-à-dire les prêteurs de capital-libre.

(20) V. sur ce point et sur la signification de la théorie du fonds des salaires. F.-W. Taussig, *Wages and Capital*, (Réimpression, Londres 1932, 1^{re} partie).

tie de leur revenu pendant toute la période de production correspondant à l'investissement mis en train, *de sorte que pendant cette période, et malgré l'affectation à la production de biens capitaux d'agents jusque-là employés à produire des biens de consommation, la demande de biens de consommation du public puisse continuer d'être satisfaite.* Loin d'être accumulées sous forme d'un surplus, les biens de consommation épargnés *ne sont plus produits* ; la consommation aura diminué d'une quantité égale à celle qu'aurait pu produire l'appareil de production tel qu'il existait avant la mise en train d'un nouvel investissement pendant une durée égale à la période de maturation de cet investissement. En d'autres termes, le capital libre est défini par le rapport de la production des biens de consommation à la demande courante de ces biens. Dans l'hypothèse où Robinson accumule pendant une première période un stock de vivres qui lui permettra de fabriquer un outil pendant une deuxième période, son capital libre *est* ce stock de vivres. Dans l'hypothèse d'un travail divisé quotidiennement entre la production des moyens de subsistance et la production de l'outil, son capital libre est, de même, le montant de sa subsistance quotidienne, et dépend de sa faculté d'épargner, donc de libérer une partie de son temps de travail.

Si l'épargne augmente, cela signifiera que le « fonds des subsistances », — ou, plus exactement, le courant des subsistances, — suffira désormais à couvrir une période d'attente plus longue, et permettra donc la

mise en train d'investissements additionnels. Le « surplus » créé par l'épargne n'est que l'excès net de la production *globale* sur la consommation *globale*. Inversement, tout accroissement de la demande de biens de consommation aura pour effet, *caeteris paribus*, de raccourcir la période d'attente dont dépend la dimension dans le temps des investissements neufs : *elle équivaut à une diminution du capital libre*.

En réalité, la quantité de capital libre ne détermine pas directement, — comme l'implique la théorie de Jevons, — la période d'attente et la quantité de biens capitaux à produire. Ceci ne serait exact que si tous les procédés possibles d'investissement à l'intérieur d'une même période étaient équivalents en productivité, — alors qu'il est possible en fait de les employer pour des périodes de maturation variables, de manière à produire différentes espèces de biens de consommation. La quantité produite dépend donc du choix des procédés et des biens intermédiaires, et n'est pas une fonction exclusive de la quantité de capital libre. Mais pour ce qui suit, nous pourrions nous contenter de cette hypothèse.

Le capital libre se présente ainsi comme la quantité de biens de consommation nécessaire, étant donné les conditions de la demande, à franchir l'intervalle qui sépare la mise en train d'un investissement de sa maturation définitive.

Nous avons raisonné jusqu'à présent en considérant seulement un investissement nouveau. Mais si le

capital existant n'est pas continuellement remplacé, la quantité de biens-capitaux subira nécessairement une diminution avec le temps. Une certaine proportion du capital libre devra donc être affectée au renouvellement du capital : il s'ensuit que le volume de l'épargne n'équivaut pas à celui du capital libre neuf, du capital disponible pour des investissements supplémentaires. Cette quantité ne peut être déterminée qu'après avoir défini la quantité de capital libre nécessaire à maintenir à un niveau constant la valeur des biens-capitaux existants. L'épargne nette est celle qui est prélevée sur le revenu net, après élimination des dépenses de reconstitution du capital ⁽²¹⁾.

La définition exacte de cette quantité se heurte à des difficultés à peu près insurmontables ⁽²²⁾. « Maintenir le capital intact » est une opération qui peut se concevoir en pratique sans trop de difficultés lorsqu'il ne s'agit que d'une entreprise. Mais, s'agissant du capital national, des difficultés apparaissent, analogues, du reste, à celles du problème de la construction des nombres-indices dans le calcul des variations du niveau « général » des prix. La reconstitution matérielle des biens-capitaux n'entre évidemment pas directement en ligne de compte, puisque le problème est de conserver leur valeur. Si, d'autre part, on ne s'attache qu'à en reconstituer la valeur monétaire cal-

(21) Rist, *Op. cit.*, pp. 183-4.

(22) V. Pigou, *The Economics of Welfare*, 4^e édit. 1932, pp. 43 ss., et Hayek, *The Maintenance of Capital*, *Economica*, Aug. 1935.

culée d'après le prix d'achat, toute variation du niveau des prix faussera les calculs établis sur cette base ; et, en fait, c'est à la suite de semblables erreurs dans les évaluations comptables des entreprises qu'on assiste à de grandes dilapidations de capital.

Le critérium le plus satisfaisant est sans doute celui qui s'attache au maintien de la valeur réelle du *revenu* escompté du bien capital considéré. Il ne suffit donc pas, dès lors, de calculer à un moment donné la valeur de remplacement du capital, étant donné la valeur qu'il aurait à ce moment, tel qu'il était constitué à l'origine, — c'est-à-dire en amortissant la dépréciation due à son usage industriel. Mais il faut également tenir compte de l'appréciation ou de la dépréciation dues à tous les autres facteurs survenus dans l'intervalle, en particulier l'apparition de types plus économiques de biens capitaux (machines perfectionnées, etc.). Dans une industrie particulière, l'amortissement qui reste à effectuer, à un moment donné, jusqu'à la fin de l'existence utile d'un bien-capital, représente le capital immobilisé ; si un emploi plus profitable apparaît pour le fonds nécessaire à cet amortissement (c'est-à-dire pour le capital libre), la mise immédiate à la ferraille du premier type de capital et son remplacement par un type plus perfectionné implique un investissement neuf égal à la portion immobilisée : il ne sera avantageux de le faire que si la différence entre les productivités de l'un et l'autre type est supérieure à l'intérêt à payer sur le capital neuf. En ce cas, toute décision de conserver le capital existant à sa valeur actuelle sera désavantageuse.

Inversement, le capital *national* s'appréciera en général du fait des progrès techniques, malgré la dépréciation du capital dans les industries à outillage périmé.

Qu'il suffise d'indiquer ici l'importance de ce facteur dans le mécanisme de la formation du capital. Pour qu'un investissement neuf puisse être mené à terme, il faut donc que l'approvisionnement en capital libre soit renouvelé de telle manière dans les stades antérieurs, que l'appareil productif où commence le nouvel investissement soit lui-même en état de fonctionner pendant la période de maturation de cet investissement. Aussi, la plupart des investissements se font dans la prévision qu'une offre de capital libre continuera d'exister pendant assez longtemps. « Les chefs d'entreprises considèrent l'offre de capitaux actuelle, ainsi que le taux d'intérêt en vigueur comme un symptôme de l'existence, pendant quelque temps encore, d'une offre de capitaux d'envergure similaire et d'un taux d'intérêt similaire. » (23)

Mais la quantité de capital libre disponible pour une accumulation de nouveau capital est limitée par une autre considération : tout investissement en cours doit, en effet, pour être mené à terme, s'accompagner d'investissements complémentaires dans les stades postérieurs. « Pour achever la transformation des produits intermédiaires en biens de jouissance, il

(23) F.-A. Hayek, *Prévision des prix, perturbations monétaires et faux investissements*, Revue des Sciences Economiques, Octobre 1935.

« faut encore l'addition continue de forces produc-
« tives en cours. A chaque stade du processus de pro-
« duction, un travail nouveau est ajouté aux produits
« intermédiaires provenant du stade précédent, pour
« les livrer dans un état plus avancé au stade suivant.
« Le produit intermédiaire, la laine, est transformé
« en un stade par une addition de travail dans le
« produit intermédiaire, le fil, et encore par le tra-
« vail dans le stade suivant dans le produit intermé-
« diaire, le drap, et ainsi de suite. D'où la consé-
« quence que dans chaque branche de production la
« quantité de capital croît avec chaque progrès du
« stade de la production, ou, ce qui revient au même,
« avec chaque pas en avant vers une classe de matu-
« rité inférieure. Donc les classes de maturité infé-
« rieures ne sont pas seulement alimentées par plus
« de branches de la production, mais en outre par
« des sommes de capitaux relativement plus gran-
« des. » ⁽²⁴⁾ A chaque instant, une portion du capital
libre est utilisée à mettre en train de nouveaux inves-
tissements, une autre portion, à mener à leur terme
des investissements préalablement mis en train. Il
s'ensuit que, pendant toute la période de production
du nouveau bien-capital, l'offre de capital libre ne
doit pas tomber au-dessous du niveau correspondant,
à chaque instant, à la fraction de l'investissement
incomplètement terminée ; sinon, l'investissement de-
vra être abandonné faute de capitaux. ⁽²⁵⁾

(24) Böhm-Bawerk, *op. cit.*, édit. franç., p. 25.

(25) Hayek, *Capital and Industrial Fluctuations*, *Econometrica*, vol. II n° 2, Avril 1934.

Deux observations complèteront ces quelques éléments de la théorie pure du capital nécessaires à la suite de notre démonstration.

C'est au moyen des variations du taux de l'intérêt que la quantité de capital libre détermine la période d'attente et le volume des investissements. Et à ce propos, rappelons que ce taux n'est pas déterminé par la plus ou moins grande abondance des biens-capitaux, mais, au contraire, par les fluctuations *du capital libre* par rapport à la demande. Il s'ensuit que dans un pays, même abondamment pourvu en capitaux réels, le taux de l'intérêt peut être plus élevé que dans un pays relativement moins bien pourvu, si l'offre de capital libre est plus restreinte dans le premier que dans le second.

D'autre part, ce capital libre ne doit pas être confondu avec le capital circulant tel que nous l'avons défini ci-dessus. Alors que les capitaux libres aux mains de l'entrepreneur sont prêts à être investis sous n'importe quelle forme, les capitaux circulants sont des biens-capitaux, investis, et jouant un rôle technique déterminé. « La rotation indéfinie des capitaux circulants n'implique nullement que ces capitaux soient disponibles. L'entreprise en a besoin. Elle ne peut s'en dessaisir... Ils sont circulants, mais engagés. » ⁽²⁶⁾

4° Mais les biens-capitaux peuvent, selon les cas, servir à un plus ou moins grand nombre d'emplois

(26) M. Ansiaux, *l'Inflation et la Prévention des Crises*, p. 209.

techniques différents. On dira alors qu'il s'agit de biens plus ou moins « spécifiques » (27). En particulier, un bien pourra être ou non utilisable dans un grand nombre d'industries différentes appartenant à des stades plus ou moins avancés de la structure de la production. Les rajustements industriels rendus nécessaires par les variations dans la demande, qu'il s'agisse de déplacements « horizontaux », ou de déplacements « verticaux », provoqués par des fluctuations des investissements, seront d'autant plus difficiles et longs que les biens affectés seront plus spécifiques.

III. — LA FORMATION MONÉTAIRE DU CAPITAL

Nous avons fait observer plus haut que dans la réalité, le capital libre n'est pas, bien entendu, prêté aux entreprises, ni avancé directement par elles aux facteurs de la production, sous forme de bien réels. Ce qui est épargné et investi est toujours *de la monnaie*. Nous pouvons maintenant tenter de décrire le processus de formation du capital en y introduisant le facteur monétaire.

Jevons, Wicksell et Hayek ont successivement (et indépendamment) utilisé un mode de représentation graphique analogue pour étudier le mécanisme des investissements. Cette représentation a été perfectionnée par Hayek dans son ouvrage « Prices and

(27) Hayek, *Prices and Production*, 2^e éd., Londres, 1935, p. 71.

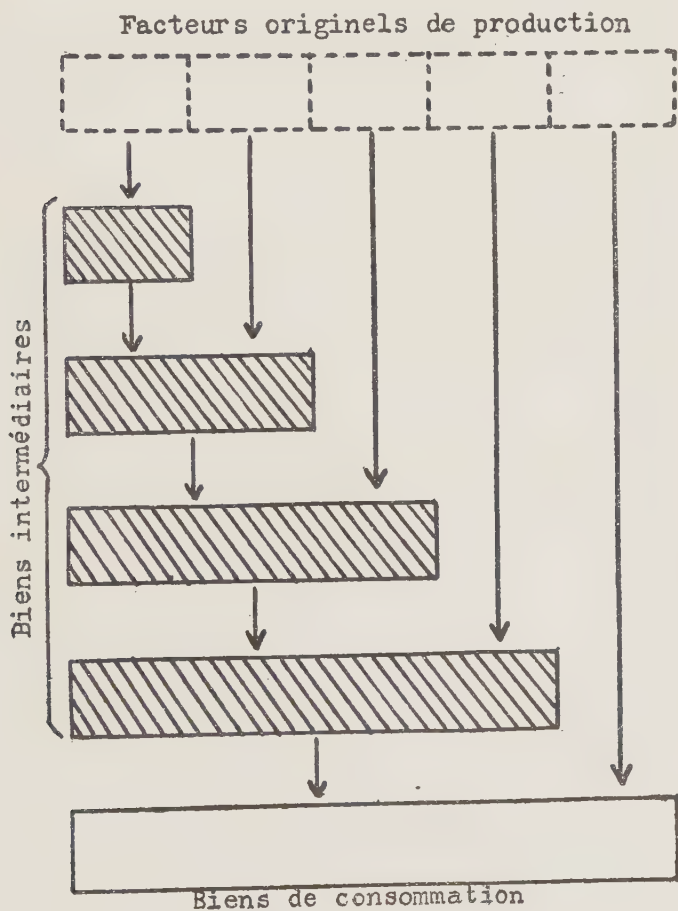
Production », de manière à y inclure à la fois la circulation des biens réels d'une économie pure et la circulation monétaire; elle consiste à porter sur deux axes de coordonnées, en ordonnée le temps correspondant à la période de production (le point d'origine représentant le moment présent), et en abscisse, la quantité des biens produits à chaque moment du temps. La fonction des investissements prend alors schématiquement l'allure d'une oblique, formant l'hypothénuse d'un triangle rectangle dont l'aire est égale à la totalité des biens capitaux intermédiaires.

Cette figure représente à la fois : 1° le processus de la production *dans le temps*, depuis les facteurs de production jusqu'aux biens de consommation. Au cours de ce processus, à chaque stade technique successif, la valeur des services des facteurs de production employés dans ce stade s'incorpore au produit fabriqué. Les transformations techniques du produit s'accompagnent donc d'un accroissement de valeur, auquel correspond l'élargissement du triangle jusqu'au stade où le produit devient un bien directement consommable.

2° En même temps, cette figure peut représenter le processus de production *à un moment donné*, suivant une coupe transversale, ce processus étant continu, et les différents stades de la production étant alors considérés simultanément. L'ordonnée représentera dans ce cas le nombre de stades techniques, ou encore, le rang de chacun des biens intermédiaires existant à ce moment dans l'appareil productif. C'est

une représentation « synchronisée » de la production.

Enfin, circulant en sens inverse des biens réels, la monnaie qui est échangée contre ces biens, au fur et



à mesure qu'ils passent d'une entreprise à l'autre, peut figurer également dans ce diagramme, si l'on représente, au sommet du triangle, les revenus des

facteurs de la production, qui sont ensuite dépensés, par hypothèse, en biens de consommation. On a donc une représentation complète de la circulation monétaire.

Pour représenter les différents stades correspondant à un paiement en monnaie, on divisera le triangle en sections par des parallèles à l'abscisse, et on considérera ces stades sous forme de rectangles de dimensions croissantes.

Cette figure permet d'illustrer le processus de l'épargne monétaire. Si, à un moment donné, les consommateurs épargnent une partie de leur revenu, la demande globale des biens de consommation subira une diminution équivalente ; il y aura donc, au bout d'un intervalle variable, une chute des prix de consommation ; les revenus des industries des stades postérieurs diminueront ; la production des biens de consommation sera réduite pour s'adapter à la nouvelle demande. Il ne s'ensuit pas nécessairement, comme le prétend E. F. M. Durbin, afin de démontrer que tout accroissement d'épargne provoquera du chômage en l'absence d'un rajustement par les autorités monétaires, que ces industries subiront des pertes. (28) D'une part, toute baisse du prix de vente n'aboutit pas *ipso facto* à une perte nette ; d'autre part, les facteurs de production seront détournés des industries de consommation avant que ces pertes apparaissent, par l'apparition d'une rémunération relative

(28) V. *Purchasing Power and the Trade Depression*, Londres 1933, p. 143.

vement plus élevée dans les industries de biens-capitaux.

Cette réduction sera d'autant plus prononcée que la monnaie passera plus rapidement aux mains des entrepreneurs. Lorsque la monnaie épargnée sera ainsi investie, elle apparaîtra sur le marché des biens-capitaux et constituera alors la forme monétaire du capital libre.

La conséquence immédiate de cet accroissement de capital libre ne peut être qu'une diminution du taux de l'intérêt. Or, ce sont les variations de ce taux qui adapteront la demande des entreprises à l'offre de capital libre ; à chaque instant le volume des investissements, c'est-à-dire de l'affectation des capitaux monétaires à l'achat de ressources dans le but de produire un bien-capital, est déterminé par la comparaison entre le revenu anticipé de cet investissement et son coût de production, — donc, en fin de compte, par les prévisions relatives au prix de vente du produit comparées à leur prix de revient. Le prix de revient correspondant au capital de l'entreprise étant par définition le taux de l'intérêt, ce taux fait ainsi le départ entre investissements rentables et non rentables. Toute baisse fera apparaître sur le marché des investissements marginaux qui, jusqu'à ce moment, n'étaient pas considérés comme profitables ; donc elle entraînera une demande immédiatement accrue de capitaux monétaires, et leur offre sur le marché des biens-capitaux par les entrepreneurs ; si, par exemple, le taux de l'intérêt à long terme tombe de 5

à 4 %, les entreprises seront incitées à emprunter 25 % de plus qu'auparavant, puisque les conditions de leur production qui leur permettaient auparavant de verser 5 % d'intérêt, leur permettront maintenant de verser 4 % sur ce capital accru ; il s'ensuivra aussitôt une demande de facteurs de production et de biens-capitaux dans les stades antérieurs de la production. La monnaie épargnée, qui a disparu des stades postérieurs, réapparaîtra dans les stades antérieurs ; les prix des biens de production, ou du moins, de certains de ces biens, monteront en même temps que baisseront ceux des biens de consommation.

Ces mouvements relatifs des prix détermineront un mouvement de facteurs de production et de biens-capitaux des stades postérieurs vers les stades antérieurs, jusqu'au moment où leurs revenus marginaux auront été égalisés dans tous les stades. L'état d'équilibre obtenu correspondra à une diminution de la production des biens de consommation, donc, à un raccourcissement de la base du triangle, accompagné d'un accroissement de la quantité des biens intermédiaires pendant toute la durée de l'investissement, c'est-à-dire de l'affectation des ressources, préalablement utilisées dans les industries de consommation, à la production de biens-capitaux, — ce qui équivaut à un allongement de la période moyenne de production des biens de consommation ⁽³⁰⁾.

(30) Mais non nécessairement un accroissement du *nombre* des stades correspondant à des entreprises différentes, et donc à un paiement en monnaie. Suivant une hypothèse adoptée au début de sa démonstration, Hayek

C'est en ce sens qu'il faut, nous semble-t-il, interpréter la théorie célèbre, — et tant discutée, — de K. Wicksell, selon laquelle une baisse du taux de l'intérêt provoque une hausse des prix, et vice-versa. Wicksell distingue du taux de l'intérêt monétaire ⁽³¹⁾, qui est celui qui est pratiqué effectivement sur le marché des capitaux, le taux « naturel » (ou normal, ou d'équilibre) défini comme « le taux auquel la demande de capital libre et l'offre d'épargne coïncident exactement ⁽³²⁾. Toute baisse du taux de l'intérêt monétaire au-dessous du taux naturel doit amener une hausse des prix, et vice-versa. Mais en l'absence de toute possibilité de déterminer le niveau du taux naturel, il n'est pas davantage possible, dans chaque cas d'espèce, de savoir si les mouvements du taux constatés sur le marché ont amené celui-ci au-dessus, au-des-

imagine que ces stades sont d'égale durée, de sorte que les produits sont échangés contre de la monnaie à intervalles réguliers. Mais même sans qu'il soit nécessaire d'abandonner cette hypothèse (comme il le fait plus loin, op. cit. p. 62), on peut admettre qu'un accroissement se traduit uniquement par des modifications techniques à l'intérieur de chaque entreprise, et non par une augmentation du nombre des différentes entreprises.

(31) Il serait plus exact, sans doute, de parler d'une « structure de taux d'intérêt », correspondant aux différentes catégories de placements à plus ou moins long terme. Mais nous nous contenterons de cette approximation dans ce qui suit.

(32) *Lectures in Political Economy*, t. II, p. 193. Cette définition n'est pas la même que celle donnée par le même auteur dans son ouvrage antérieur, *Geldzins und Güterpreise*, Iéna, 1898, Edit. Anglaise, *Interest and Prices*, Londres 1936, p. 102, où le taux naturel est défini comme « celui qui correspondrait à une offre et une demande de capital en nature et sans l'intermédiaire de la monnaie ». V. plus loin, p. 127.

sous, ou au niveau, du taux naturel. *Mais il est possible de constater qu'en fait la baisse du taux monétaire est le résultat d'une offre d'épargne réelle, ou au contraire, d'un accroissement de la quantité de capital monétaire indépendant de cette épargne.*

Or, nous avons vu que même un accroissement de l'épargne ordinaire, si elle s'offre sur le marché des capitaux, aboutira à une hausse des prix des biens de production, après avoir préalablement provoqué une baisse du taux de l'intérêt monétaire ; l'action de ce taux sur les prix n'est donc pas directe, ni uniforme ; elle s'exerce du fait d'une circulation accrue de monnaie dans les stades antérieurs de l'appareil de production.

Hayek a perfectionné la théorie de Wicksell en indiquant que le taux de l'intérêt doit être égal, — dans un état d'équilibre, — à la différence entre les prix des produits de chaque stade de la production, c'est-à-dire à la différence entre les prix des biens intermédiaires et de ceux de leurs produits ⁽³³⁾. Le prix de revient d'un produit intermédiaire est composé du

(33) Cette théorie, rapidement esquissée dans l'ouvrage de L. v. Mises sur la monnaie (édit. anglaise, *The Theory of Money & Credit*, p. 362) a été développée par lui avec plus de détails dans un traité d'économie politique générale, (*Nationalökonomie*, Genève, 1940, p. 492). Elle est l'essence de la théorie présentée par F.-A. Hayek dans *Prices & Production*, chap. III. (V. plus loin p. 151). Dans la représentation graphique que nous avons reproduite plus haut, il est impossible de faire apparaître cet accroissement de valeur représenté par l'intérêt, sans utiliser un troisième axe de coordonnées. V. sur ce point l'article précité de Hayek, *Economic Journal*, Juin 1934.

prix de vente des différents produits intermédiaires antérieurs qui servent d'éléments à sa fabrication. Le prix de vente de ce produit (qui est à son tour un élément du prix du produit suivant, et ainsi de suite) doit être supérieur au prix de revient d'une quantité exactement égale à l'intérêt au taux courant pour la durée de la fraction de la période de production correspondant au passage du bien d'un stade à l'autre. Si cette marge est supérieure à l'intérêt, la différence fera apparaître un profit net, et vice-versa. Donc toute variation de ces marges correspondant à un écart relatif des prix de deux biens intermédiaires consécutifs, déterminera un mouvement des facteurs de production vers le point où l'écart est le plus considérable jusqu'au rétablissement de l'équilibre.

Dans ces conditions, une demande accrue de biens de production déterminée par l'investissement des épargnes, — et qui fait donc immédiatement suite à la diminution de la demande des biens de consommation, — se traduira par une hausse des prix des biens de production et une baisse des prix des biens de consommation ; les écarts de prix seront donc diminués, et la hausse des prix des biens de production dans les stades antérieurs déterminera un mouvement des facteurs de production les moins spécifiques des stades postérieurs jusqu'à l'établissement du nouvel équilibre.

Cet état d'équilibre se présentera de la manière suivante : la fraction du revenu des consommateurs consacrée à l'achat de biens de consommation a diminué

du montant des sommes épargnées ; en même temps, la quantité de biens intermédiaires s'est accrue, et cet accroissement, — c'est-à-dire l'allongement de la période de production, — aura eu pour résultat, lorsque les investissements seront parvenus à maturation, *de diminuer le coût de production des biens de consommation*. Alors que pendant la période d'attente correspondant à la maturation des investissements, l'épargne se traduit par une diminution de la consommation, à la fin de cette période, la quantité de biens de consommation produite s'accroît d'une manière permanente ; cette quantité additionnelle s'échange contre un revenu monétaire réduit grâce à la baisse des prix consécutive à la productivité des investissements réalisés par l'épargne. ⁽³⁴⁾ Ainsi se réalise l'accumulation des richesses : l'accroissement du capital, correspondant à un taux continuellement maintenu, ou même accru, de l'épargne nette, aboutit à l'accroissement de la production et à la baisse régulière des prix.

L'épargne, dont nous avons essayé de décrire le mécanisme, est l'épargne investie, — l'épargne créatrice, décrite par M. Rist. Mais à moins d'imaginer une vitesse infinie de circulation de la monnaie (v. plus loin, p. 103), l'épargne créatrice est généralement précédée (et, nous le verrons, toujours accompagnée) de

(34) V. surtout F.-A. Hayek, *The Paradox of Saving*, *Economica*, Mai 1931, où sont discutées les principales erreurs des théories de la sous-consommation et de l'excès d'épargne.

l'épargne-réserve ; l'épargnant peut sans doute acheter directement un titre industriel en bourse, — auquel cas, le capital-argent passera directement (s'il s'agit d'une émission de capital neuf) aux mains de l'entreprise. Le phénomène sera sensiblement le même s'il s'agit d'argent réinvesti par l'entrepreneur dans sa propre entreprise. Dans un cas comme dans l'autre, le montant de l'argent épargné s'offre immédiatement sur le marché des capitaux. — le volume de l'épargne est égal à celui de l'investissement. Mais lorsque l'épargne-réserve s'accumule dans les banques, elle est ensuite utilisée par ces dernières en placements à plus ou moins long terme ; une grande partie de l'épargne est effectivement faite sous cette forme. *En pareil cas, l'épargne-réserve est la première étape de l'épargne créatrice.*

Cet « arrêt » de la monnaie épargnée avant sa pénétration dans la structure de la production peut alors amener un déséquilibre entre le montant de la monnaie épargnée et celui de la monnaie investie (ou plus exactement entre la quantité de monnaie épargnée par unité de temps et la quantité, par unité de temps, de paiements correspondant à des biens de production). En fait, nous verrons au chapitre suivant pourquoi le système bancaire constitue le facteur principal de ces déséquilibres. Mais, s'il n'apparaît sur le marché des capitaux aucune offre de capital monétaire supérieure à celle de la monnaie épargnée, le mécanisme que nous avons analysé ci-des-

sus maintiendra normalement l'équilibre de l'appareil productif, en égalisant le rapport de la demande des biens-capitaux à la demande monétaire totale, et celui du capital libre réel à la production réelle totale.

CHAPITRE III

LE DEBIT MONETAIRE

Nous venons de voir que le rôle joué par la monnaie dans la formation du capital ne conduit pas nécessairement à un déséquilibre de la production. Il nous faut examiner maintenant à quelles conditions ce déséquilibre pourra se produire. Dans quelle mesure l'offre des capitaux monétaires peut-elle être indépendante des mouvements de l'épargne proprement dite ? Nous le verrons en cherchant d'abord comment varie la circulation monétaire.

I. — LES ELEMENTS DE LA CIRCULATION MONETAIRE

A. — NATURE DES INSTRUMENTS MONÉTAIRES.

On peut constater de nos jours, non seulement de pays à pays, mais même à l'intérieur d'un seul, une grande variété d'instruments d'échange. Les banques nationales d'émission détiennent en réserve des métaux précieux, dont une grande partie consiste en lingots, et une moindre en monnaies frappées. Ces

banques émettent des billets convertibles ou non, mais ayant généralement force libératoire légale : ils permettent alors seuls d'acquitter les dettes inscrites dans les contrats, autrement dit, un créancier peut toujours exiger d'être payé en espèces de cette catégorie de monnaie, et le débiteur est toujours libéré par un tel paiement. En fait, une quantité de paiements, variable selon le degré de développement bancaire de chaque pays, mais souvent très considérable, se fait sans l'intermédiaire matériel de billets, par remise de chèques ou par simple virement d'écritures sur les livres des banques ou des chambres de compensation.

Selon que l'on considère l'origine de chacune de ces catégories d'instruments de paiement, et en particulier leur mode de pénétration dans la circulation, on est tenté d'établir entre elles des différences économiques de nature. Selon, au contraire, que l'on cherche à déterminer leurs effets communs sur la production et sur les prix, on tend parfois à les considérer de ce point de vue comme une seule masse homogène de monnaie.

Cette variété, qui a conduit à parler d'un « système monétaire » plutôt que d'une monnaie proprement dite, pose de sérieux problèmes. Mais il importe de ne pas se laisser distraire de leur nature économique par des caractéristiques juridiques ou même bancaires. La pratique des affaires fournit des motifs aisément explicables de distinction entre le chèque et le billet de banque, par exemple ; l'usage du premier

s'accompagne de règles relatives à la provision, au timbre, etc., qui en font, à ce point de vue, un instrument nettement différent du second.

Mais ces aspects légaux ou commerciaux ne suffisent pas à établir une différence économique fondamentale, *si l'un et l'autre sont susceptibles de jouer, à un moment donné, le même rôle effectif dans les échanges*. En pareil cas, s'il peut être établi qu'ils sont alors employés d'une manière permanente ou même temporaire, comme instruments d'échange contre des biens réels, ils devront, pour la période considérée, être assimilés à de la *monnaie* au sens strict, et les effets de leur circulation sur les prix et production pourront ne pas différer de ceux de la circulation de cette monnaie.

Avant de définir ce que nous entendons par monnaie au sens strict, il convient de faire une distinction entre deux notions également indispensables à la théorie de la monnaie : celle de l'emploi, ou de la circulation effective d'un instrument monétaire, et celle de la valeur de cet instrument, ou de son pouvoir d'achat. Nous ne nous occuperons ici que du premier problème; et c'est d'ailleurs seulement à partir des données fournies par sa solution qu'il devient possible de résoudre le second.

Certains instruments monétaires sont effectivement acceptés dans les transactions courantes. S'agissant du paiement d'un prix déterminé par avance, la force libératoire légale, c'est-à-dire une caractéristique *juridique* de l'instrument de paiement, suffira

à l'imposer au créancier en décharge définitive. Mais en fait beaucoup de paiements sont effectués avec des instruments (tel le chèque) démunis de toute qualification légale : ils circulent *effectivement* comme monnaie. Quelles que soient les différences qui les séparent, ces deux catégories sont exprimées en la même unité de compte, et la valeur de cette unité ne varie pas d'un instrument à l'autre. Par exemple, il n'arrivera pas aujourd'hui qu'on demande pour une marchandise un prix plus élevé si elle est payée avec un chèque sur une banque privée, que si elle est payée en billets de la Banque de France.

A l'opposé, si je présente à un fournisseur en paiement définitif un bon en francs portant ma signature, il est assez probable que je me verrai refuser complètement cette offre. La monnaie que j'émets, pour libellée qu'elle soit en unités de compte officielles, n'a pas de circulation effective.

Entre ces deux cas extrêmes se placent toutes les variétés d'instruments de crédit. Nous aurons l'occasion d'en parler par la suite. Qu'il suffise de retenir que certains instruments de paiement sont acceptés ou non par le public, mais que les variations de leur pouvoir d'achat, *une fois établie leur circulation effective*, obéissent à des lois particulières qui posent un problème nouveau : *la circulation effective d'une monnaie ne préjuge pas de la quantité de biens réels qu'elle permet d'obtenir sur le marché.*

Lorsqu'un instrument d'échange possède une circulation effective universelle, autrement dit lorsqu'il

peut être partout, immédiatement et définitivement échangé contre des biens réels, nous dirons alors qu'il s'agit de monnaie au sens strict.

Pendant longtemps, les métaux précieux ont constitué la seule monnaie. Ils constituent aujourd'hui encore la seule monnaie au sens strict, mais ils ne constituent plus que celle-là. D'autres types de monnaie sont utilisés dans les échanges, et dans des limites plus ou moins étendues, possèdent une circulation effective au sens que nous venons de définir. Faut-il admettre qu'aucune ne la conserve que dans la mesure où elle est « rattachée » à la monnaie métallique ? En d'autres termes, quelles conditions sont nécessaires pour qu'une monnaie puisse être effectivement acceptée dans la circulation ?

A l'origine, la monnaie métallique a tiré *et* son emploi *et* son pouvoir d'achat (sa valeur d'échange), de sa valeur intrinsèque. Les rapports d'échange qui s'établirent alors entre elle et les biens réels étaient fonction de sa valeur d'usage, selon les emplois non monétaires (industriels, décoratifs, etc.) qui en pouvaient être faits. Avec le temps et l'accroissement de la production des métaux monétaires, une proportion de plus en plus faible était affectée à des usages non monétaires. Mais les qualités qui les rendaient propres à la fonction d'intermédiaire dans les échanges leur conservaient cet emploi, sans que leurs valeur d'échange en biens réels fût, comme à l'origine, exclusivement gouvernée par leur valeur d'usage.

C'est un fait aujourd'hui généralement reconnu que la valeur de la monnaie métallique n'est pas seulement déterminée par les propriétés intrinsèques du métal et par ses emplois industriels, mais aussi par sa fonction monétaire même. Si, du jour au lendemain, tous les gouvernements édictaient des lois pour enlever à l'or toute force libératoire, seuls les contrats existants pourraient être affectés, comme ils l'ont été rétroactivement toutes les fois que la jurisprudence a proclamé, après une dévaluation, l'invalidité de la clause-or. Mais étant donné l'insécurité des transactions, à laquelle ces lois ne feraient probablement qu'ajouter, l'or continuerait sans aucun doute à être recherché de plus belle et à servir effectivement dans les échanges.

Mais si par quelque miracle, les conditions politiques et sociales devenaient telles que la sécurité des transactions nationales et internationales fût rendue aussi complète que, mettons, dans l'Europe occidentale de la fin du 19^e siècle, une monnaie purement fiduciaire pourrait être effectivement et universellement acceptée; l'or pourrait être effectivement (et non plus seulement juridiquement) démonétisé. La quantité mondiale existante serait alors en excès considérable des besoins de l'industrie, et sa valeur diminuerait en proportion. La démonétisation de l'argent effectuée à la fin du siècle dernier a déjà fournie un exemple vérifiable de ce phénomène.

B. — CONVERTIBILITÉ ET LIQUIDITÉ.

On sait que François Simiand a exprimé cette caractéristique des monnaies métalliques dans une formule retentissante : « toutes les monnaies sont fiduciaires : l'or n'est que la première des monnaies fiduciaires ». (1) Si elle ne servait qu'à montrer comment même les métaux précieux ne tirent plus aujourd'hui leur valeur monétaire exclusivement de leur valeur intrinsèque, le brillant de son paradoxe n'aurait que des avantages. Elle tend malheureusement, en appuyant sur le sens étymologique du mot « fiduciaire », à obscurcir le sens un peu spécial qu'il comporte dans la matière qui nous intéresse; elle conduit à esquiver le difficile problème de la liquidité.

A l'intérieur de chaque pays, il existe généralement (2) trois ou quatre variétés principales de monnaie : la monnaie métallique, réservée de nos jours presque exclusivement aux paiements internationaux; les billets de la Banque nationale d'émission, lorsqu'il en existe une, auxquels on peut ajouter les inscriptions en compte-courant dans cette Banque; enfin, les compte-courants dans les différentes banques privées.

(1) *La monnaie, réalité sociale*. Annales Sociologiques, Série D. fasc. I. 1934, p. 46.

(2) Ou plus exactement, il existait jusqu'à une date récente dans la plupart des pays : la multiplicité des instruments de paiement due à l'ingéniosité des autorités monétaires en Allemagne ne modifie pas sensiblement le problème; elle ne constitue une différence de nature avec notre modèle que dans la mesure où elle s'accompagne d'une réglementation étatique des prix qui se substitue au mécanisme ordinaire du marché.

De même qu'à l'origine la monnaie métallique tirait son emploi et sa valeur monétaires de son utilité non monétaire, de même, à l'origine également, le billet de banque ne circulait que parce qu'il représentait une certaine somme de monnaie métallique. Lorsqu'une banque remet contre un dépôt d'espèces métalliques un certificat de dépôt, ce certificat circule en lieu et place des espèces. Matériellement immobiles, elles conservent une circulation *virtuelle* ⁽³⁾ grâce à la circulation effective du billet de banque. Observons pour l'instant que cette opération n'a pas pour effet une *accélération* de la vitesse *réelle* de la circulation monétaire totale : l'émission d'un billet ainsi couvert « à 100 % » remplace la circulation d'une espèce métallique par celle d'une monnaie de papier, mais ne donne pas à cette dernière une circulation plus rapide que n'eût été celle de l'espèce métallique si elle avait continué à circuler effectivement.

On sait à quel développement aboutit rapidement ce procédé bancaire. Voyant que la plus grande partie des espèces ne lui sont pas réclamées, la banque peut se permettre une émission supplémentaire de billets jusqu'à une limite que l'expérience lui apprend à considérer comme « raisonnable ». Dans cette situation, il circule une quantité de billets dont l'emploi repose, à l'origine, sur l'assurance de leur convertibilité en monnaie métallique. Lorsque ces

(3) Wicksell, *Lectures on Political Economy*, t. II, p. 67.

billets jouissent en outre de la force libératoire légale, il peut exister selon les cas une ou plusieurs banques investies du monopole de l'émission, et soumises, quant à leurs opérations, en particulier au montant de leurs réserves métalliques, à des règles variables.

Qu'il suffise de noter ici l'analogie entre l'évolution du billet de banque et celle des métaux monétaires. De même qu'à l'origine, la circulation effective et la valeur d'échange de la monnaie métallique sont dérivées de sa valeur d'usage, de même à l'origine également, l'emploi et la valeur de la monnaie de papier sont déterminés par sa convertibilité en monnaie métallique.

La différence à ce point de vue entre les monnaies fiduciaires et la monnaie métallique est une différence de circonstances historiques. Il est parfaitement concevable que l'or soit un jour démonétisé; sa valeur subirait alors une forte chute, mais ne tomberait pas à zéro, comme celle d'une monnaie de papier démonétisée, tant que subsisteraient ses emplois non monétaires. Mais en fait, depuis un temps indéterminé, et pour un avenir qui paraît aujourd'hui encore (aujourd'hui surtout) fort solide, il joue le rôle de monnaie universellement acceptée, universellement liquide. Par contre, le degré de confiance dont jouissent les monnaies non métalliques est soumis, comme on le sait, à des variations effectives, fréquentes et souvent de grande amplitude, dans le temps et surtout dans l'espace; alors que l'or est

actuellement universellement échangeable contre des biens réels, les monnaies fiduciaires ne sont effectivement échangeables contre ces biens qu'à l'intérieur de certaines limites : ce sont ces limites qui posent le problème de la liquidité.

Ces limites ne sont pas nécessairement d'ordre géographique. Ainsi un chèque sur une certaine banque peut servir à des paiements entre tous les clients de cette banque. Mais aussitôt que le titulaire d'un compte-courant étendra ses transactions au delà de ce cercle, il lui faudra employer un instrument de paiement effectivement accepté comme monnaie dans un cercle plus étendu. Il pourra, le cas échéant, utiliser un compte-courant dans une autre banque, ou laisser à sa propre banque le soin de convertir le montant nécessaire de son compte-courant en une monnaie acceptable par son nouveau créancier lorsque celui-ci présentera le chèque. La première banque utilisera alors, selon les cas, ses propres créances à la chambre de clearing, ou s'il y a solde à son débit, devra se servir d'une monnaie acceptable à plusieurs banques : soit un compte-courant à la Banque d'émission, soit des billets de cette banque. Plus étendu sera le domaine de circulation de chaque espèce d'instrument de paiement, plus il sera, dirons-nous, liquide.

L'or constitue aujourd'hui la seule monnaie universellement liquide.

Chacune des monnaies dites fiduciaires est normalement convertible en une monnaie plus liquide

qu'elle-même : un billet de banque est une promesse de payer de l'or. Un compte-courant en banque, une promesse de payer des billets, c'est-à-dire une promesse de payer des promesses de payer.

Il n'est donc pas inutile de faire plus qu'une simple différence de degré entre les monnaies fiduciaires et l'or : l'or obtient aujourd'hui la confiance des uns parce qu'il obtient la confiance des autres; il n'est convertible qu'en biens réels ou en une monnaie *moins liquide*; alors que les monnaies fiduciaires sont à la fois convertibles en biens réels dans le cercle de leur liquidité et en monnaies *plus ou moins liquides*.

Toute monnaie qui n'est pas absolument liquide peut être appelée à un moment quelconque à être « liquidée »; la promesse qu'elle constitue doit être mise à exécution. Est-ce à dire que ces monnaies fiduciaires doivent être considérées comme du « crédit », et radicalement séparées, à ce point de vue, de la monnaie au sens strict ?

Dans un ouvrage récent (4), M. Charles Rist a insisté sur ce point avec beaucoup de force, en attribuant à la confusion entre monnaie et crédit la source principale des erreurs de théorie et de politique monétaire. « Les opérations de crédit bancaire, écrit-il (5), sont en réalité des opérations par lesquelles on remet en circulation des espèces déposées « dans les banques... et ce qu'on appelle création de

(4) *Histoire des Doctrines relatives au Crédit et à la Monnaie depuis J. Law jusqu'à nos jours*. Paris, 1938.

(5) *Op. cit.* p. 14.

« billets ou de compte-courants n'est que la forme
« ingénieuse donnée à cette remise en circulation... »
Le billet de banque n'est donc « qu'un moyen de faire
« circuler la monnaie véritable, celle qui acquitte
« définitivement les dettes et constitue par elle-même
« un bien directement désiré. »

Observons que dans « le langage un peu lâche des économistes », pour reprendre une expression de M. Rist ⁽⁶⁾, on emploie volontiers le terme de crédit d'une manière assez ambigüe, pour désigner à la fois une certaine variété de transaction, et l'instrument-même auquel cette transaction donne naissance. C'est ainsi qu'il est courant de parler du « volume du crédit » sans qu'il soit toujours possible de savoir si l'on entend par là la totalité des instruments de crédit existant à la suite de ces transactions (c'est-à-dire la totalité de ces transactions), ou dans un sens plus restreint, ceux des instruments de crédit qui peuvent servir effectivement de substituts monétaires, ou encore la proportion de la monnaie mise en circulation à l'occasion d'opérations de crédit.

Ces différentes distinctions ne peuvent être établies clairement qu'à la condition de distinguer les deux éléments de crédit qui peuvent s'attacher à un instrument monétaire : d'une part, une grande partie des instruments d'échange qui composent les systèmes monétaires modernes sont convertibles en une monnaie plus liquide; on peut alors considérer qu'il s'agit

(6) *Théorie de l'épargne*, op. cit. p. 179.

d'un instrument de crédit dans la mesure où le porteur de cet instrument consent à différer son droit de convertibilité. (Ce droit peut être différé indéfiniment, s'il s'agit de papier-monnaie inconvertible qui peut être considéré comme le cas-limite des précédents. La suspension de la convertibilité ne suffit pas toujours à enlever à un billet de banque sa circulation effective, si le public s'y est habitué en fait. Cette non-convertibilité pourra entraîner des conséquences immédiates en dehors du cercle ordinaire de la liquidité du billet, notamment sur le marché international. Mais sur le marché national, le pouvoir d'achat d'un papier-monnaie inconvertible obéira aux mêmes lois que celui de la monnaie convertible, — savoir, au rapport entre la quantité en circulation et la demande effective —.)

Le crédit dont il s'agit alors est un crédit *consenti à l'émetteur*. C'est ainsi qu'un billet de banque, selon l'expression de Hartley Withers (7) est à la fois de l'argent liquide et du crédit.

Mais à un point de vue fort différent, une proportion considérable de la masse des instruments monétaires, *que ces instruments soient ou non de la monnaie au sens strict*, a pénétré dans la circulation *par la voie d'opérations de crédit* c'est-à-dire par un crédit *consenti par l'émetteur*. Une banque peut ainsi prêter de la monnaie absolument liquide : une grande partie des réserves d'or des banques d'émission leur ont été prêtées, à court terme ou à vue, par

(7) *Qu'est-ce que la monnaie ?* Paris, 1932, p. 28.

d'autres banques. Mais elle peut aussi prêter des billets, ou ouvrir des comptes-courants créditeurs : *elle prête alors des promesses de payer*, et l'opération repose sur un engagement réciproque entre le prêteur et l'emprunteur.

Il nous faut examiner à présent dans quelle mesure ces deux formes de crédit peuvent accroître la quantité de monnaie en circulation.

II. — MONNAIE ET CREDIT

A. — LA GENÈSE DES INSTRUMENTS MONÉTAIRES.

La monnaie peut pénétrer dans la circulation de deux manières différentes : elle peut être directement *vendue* contre des biens réels ou des services, ou contre une autre monnaie; ou elle peut être *prêtée*, et naître par la voie d'une opération de crédit.

Lorsque la monnaie est vendue, son émission est définitive; mais, comme nous le verrons, la monnaie ainsi émise ne demeure pas nécessairement « dans la circulation » de manière permanente. Il peut s'agir, en effet, soit de monnaie métallique, soit de monnaie de papier.

La production des métaux précieux peut être plus ou moins régulière. Dans tous cas, le mécanisme de leur pénétration est relativement simple. Autrefois le chercheur d'or échangeait directement ses pépites contre des pièces d'or qu'il dépensait sur les lieux

mêmes de la production ou ailleurs; l'or nouvellement produit servant à accroître la quantité des pièces en circulation. Les relations actuelles, apparemment plus complexes, entre le marché mondial de l'or et les grands établissements monétaires, ne font que voiler une opération qui demeure essentiellement la même. De l'or produit en Afrique du Sud, par exemple, sera acheté par la Banque d'Angleterre contre une quantité *équivalente* de billets, qui circuleront à la place des pièces d'or d'autrefois. Aussi longtemps qu'aucune émission supplémentaire n'intervient à la suite de l'accroissement de l'encaisse-or de la Banque, tout se passe comme si l'or était directement vendu contre des marchandises ou des services.

Si des billets supplémentaires sont émis par la Banque en quantité plus considérable que l'or nouvellement acquis, — si ces billets ne sont pas couverts à 100 %, — ils peuvent être, dans certains cas, vendus directement contre des biens et des services. C'est ce qui se passe lorsque l'Etat finance ses dépenses par une émission directe. Lorsqu'il obtient des avances de la Banque pour en dépenser directement le produit, l'opération revient au même, à peu de chose près. Même lorsqu'elle est ainsi faite sans l'intermédiaire d'une Banque d'émission, elle comporte déjà l'élément du crédit consenti à l'émetteur par le porteur, aussi longtemps qu'il ne convertit pas son billet en monnaie liquide. Mais l'essentiel est que l'émission n'entraîne aucune obligation

du bénéficiaire *envers l'émetteur* (sinon dans le cas où l'Etat est débiteur de la Banque), puisqu'il s'agit, au contraire, du paiement par l'émetteur d'un bien ou d'un service. Comme dans le cas précédent d'une émission contre un achat d'or neuf, il s'agit d'une émission *au comptant*.

B. — OPÉRATIONS DE CRÉDIT ET INSTRUMENTS DE CRÉDIT.

Dans une économie monétaire, une transaction au comptant est l'échange définitif d'un bien contre de la monnaie liquide, — autrement dit contre la faculté d'acheter immédiatement un autre bien réel. C'est donc, en fin de compte, l'échange d'un bien présent contre un bien présent. Le crédit apparaît lorsque la remise de monnaie liquide est différée, et que le bien présent s'échange contre une promesse de payer de la monnaie liquide, — autrement dit contre un bien futur.

Deux cas peuvent alors se présenter.

Il peut d'abord s'agir d'une vente commerciale à crédit, de l'échange direct d'une marchandise contre une promesse de payer de la monnaie liquide. Ou bien, — et cette opération fait d'ailleurs généralement suite à la précédente, lorsqu'un commerçant fait escompter une traite, — *le bien présent est lui-même constitué par de la monnaie liquide*. Dans tous les cas, qu'il s'agisse de transactions commerciales, ou d'opérations proprement financières, l'opération de crédit est un échange où l'une des parties accepte

de ne recevoir la contrepartie de ce qu'elle cède qu'après un certain intervalle de temps. C'est l'échange d'un bien présent contre un bien futur. ⁽⁸⁾ Le bien futur est alors représenté par une promesse de paiement, c'est-à-dire par un instrument de crédit.

Si cet instrument donnait droit, comme ce serait le cas de « bons d'achat » dans une économie non monétaire, à un bien particulier, il ne pourrait évidemment faire lui-même office de ce bien. Mais, — et c'est l'explication principale de tous les « mystères » de ce premier aspect du crédit, — lorsque cet instrument représente une promesse de payer de la monnaie, il peut dans certaines conditions, *faire exactement le même usage que la monnaie dont il anticipe le paiement*. « Je ne puis enfourcher une créance sur un cheval, écrit Schumpeter ⁽⁹⁾, mais suivant les circonstances je puis, avec une créance sur de la monnaie faire tout à fait la même chose qu'avec de la monnaie, c'est-à-dire acheter ». Le propre de la monnaie, métallique ou non, est de n'être jamais désirée pour elle-même, en tant que monnaie, mais pour l'échange qu'on peut faire contre des biens réels, — immédiatement ou à une date future ⁽¹⁰⁾. Elle circule indéfiniment sans être jamais directement et définitivement consommée. *Et ce qui précisément fait*

(8) Mises, *The Theory of Money and Credit*, pp. 263 ss.

(9) *Théorie de l'Evolution Economique*, édit. fr. p. 365.

(10) Ainsi s'explique suffisamment comment la fonction de « conservatrice des valeurs dans le temps » attribuée à la monnaie, est dérivée directement de sa fonction fondamentale de « moyen d'échange ».

la différence entre la monnaie et les biens réels, et, par conséquent, entre les créances sur de la monnaie et les créances sur de tels biens, fait en même temps, sous certaines conditions, l'équivalence entre les créances sur la monnaie et la monnaie même.

Tous les instruments de crédit ne sont pas, évidemment, des substituts monétaires en ce sens. Beaucoup n'ont aucune circulation effective, ne sont nulle part acceptés en paiement définitif. C'est le cas, en général, de l'effet de commerce, qui constitue l'instrument de crédit par excellence. Mais cet instrument-même sert parfois (surtout s'il s'agit d'un effet à vue) dans des cercles commerciaux très restreints, à effectuer des règlements. Et, historiquement, l'effet de commerce a précédé les types modernes de monnaie fiduciaire ; au XVIII^e siècle, dans les grands centres commerciaux de l'Europe, il était fréquent de voir régler les transactions à l'aide de ces effets, qui circulaient pendant une période souvent longue, endossés d'un nombre de signatures de plus en plus considérables (11). L'effet était « accepté », d'abord au sens commercial, puis au sens large en qualité d'instrument d'échange.

Aujourd'hui, toutefois, ces instruments ne sont pas en général une monnaie liquide. Il en va différemment des monnaies fiduciaires : billets de banque et comptes-courants. Dans quelle mesure est-il dès lors

(11) Il était encore fréquent, avant la guerre, lorsqu'on présentait en Angleterre une coupure supérieure à cinq livres sterling, de se voir prier d'y apposer sa signature.

légitime de les opposer, en qualité d'instruments de crédit, à la monnaie au sens strict ?

Cette distinction peut se justifier selon le point de vue auquel on se place ⁽¹²⁾. Au point de vue de leur origine, — c'est-à-dire du point de vue de la banque, la monnaie fiduciaire diffère évidemment de la monnaie dont la liquidité est définitive, et dont la mise (ou la remise) en circulation n'entraîne aucun engagement de remboursement de la part de l'émetteur. Et l'existence de différents degrés de liquidité donne ainsi lieu aux problèmes importants que nous avons indiqué plus haut. Mais au point de vue de leur usage dans la production et les échanges, *et de leurs effets immédiats sur la demande des biens réels*, tous ces instruments, du moment qu'ils jouissent d'une circulation effective, ont dans cette mesure des effets identiques, quel que soit l'élément de crédit qu'ils contiennent par ailleurs. « Nous croyons, écrivait Wo-
« lowski en réponse à des arguments de Rossi qui se
« rapprochaient de ceux de M. Rist, que si l'on tient
« compte des résultats pratiques, on reconnaîtra com-
« bien la distinction établie en principe entre la
« monnaie et le billet s'efface dans la circulation. Le
« principal mérite du billet est de faire office de
« monnaie pour toutes les transactions d'une impor-
« tance correspondante à la coupure admise ; s'il
« n'est pas *une monnaie* dans la rigueur scientifique

(12) V. les observations de M. G. Pirou sur l'ouvrage précité de M. Rist, *La Monnaie dans le Passé et le Présent*, in *Revue d'Economie Politique*, Mars-Avril 1938, pp. 297 ss.

« du terme, il en a tous les attributs, et il disparaî-
« trait du moment où le consentement universel
« viendrait à les lui refuser. M. Mollien l'a dit avec
« raison : « Le public reçoit et donne les billets en
« paiement comme une monnaie réelle. » Là est le
« point capital. » ⁽¹³⁾

Ajoutons que Wolowski, comme la plupart de ses contemporains, refuse de reconnaître que le chèque soit, au même titre que le billet, une monnaie. « Ils « rendent la monnaie inutile dans nombre de cas, « mais ils ne la remplacent pas. » Notion semblable à celle qu'exprime M. Rist, lorsqu'il déclare que le billet n'est qu'un moyen de faire circuler la monnaie véritable. Pourtant, on est généralement d'accord ⁽¹⁴⁾ pour assimiler aujourd'hui, en tant qu'instruments de paiement, billets et comptes courants. Historiquement, du reste, le billet n'est qu'une variété du chèque, tous deux étant des certificats de dépôt remis par une banque à un déposant *ou à un emprunteur*, et qui circulent comme une monnaie véritable.

(13) Wolowski, *La question des Banques*, Paris 1864, pp. 152 ss.

(14) M. Rist ne fait pas exception sur ce point : « Économiquement, billet de banque et compte-courant créateur s'équivalent ». (Introduction à H. Withers, *op. cit.*, p. xiv.) N'écrivait-il pas ailleurs : « ...la monnaie étant entendue dans son sens large : celui d'une créance immédiatement exigible sur le stock existant des biens et des services : pièces métalliques ou papier-monnaie inconvertible, billets de banque convertibles ou non, dépôts en banque transférables par chèque ». (*Théorie de l'épargne*, *op. cit.*)

C. — LES OPÉRATIONS DE CRÉDIT COMME SOURCE DE MONNAIE.

Le deuxième rôle du crédit dans la genèse de la monnaie, auquel nous avons fait allusion plus haut, est dérivé directement du premier : voyant que les certificats de dépôt émis par elle ne lui sont pas présentés en totalité et circulent comme une véritable monnaie, la banque peut se permettre d'émettre des certificats auxquels ne correspond aucun dépôt; et cette émission aura lieu à l'occasion de crédits consentis par la banque, qui prêtera désormais, non de la monnaie préalablement déposée, mais des promesses de payer de la monnaie, en quantité supérieure à sa réserve liquide; les opérations de crédit faites par les banques d'émission ne sont pas autre chose.

Toutes les opérations de crédit ne sont pas forcément de cette catégorie. Plusieurs cas peuvent se présenter.

1° Les banques agissent comme simples intermédiaires, se bornant à prêter l'épargne-réserve monétaire qui leur est remise en dépôt. Elles transforment alors l'épargne-réserve en épargne créatrice, et consolident, en quelque sorte, des dépôts à court terme en crédits à plus ou moins long terme. Mais tous les crédits qu'elles consentent correspondent alors à des épargnes réelles, et donc à une restriction de la consommation sur l'ensemble des revenus réels des déposants. Peu importe, dans le problème qui nous intéresse, de savoir si les crédits sont consentis avec

la monnaie-même dont sont faits ces dépôts, ou avec des certificats de dépôt « couverts à 100 % ». Dans tous les cas l'opération de crédit, même si elle donne lieu à la circulation de monnaie convertible, ne comporte aucune création de monnaie nouvelle.

2° Si, par contre, la banque émet des billets par voie de crédits, pour une quantité supérieure à ses réserves liquides, cette masse de « crédits » se surajoute alors à la monnaie existante, et crée entre les mains des emprunteurs un pouvoir d'achat additionnel à celui du reste de la communauté, puisqu'il n'y correspond aucune épargne des prêteurs.

Cette sorte d'opération ne peut évidemment être faite qu'avec une monnaie non métallique, avec une promesse de payer une autre monnaie. C'est à partir du moment où ces promesses de payer qui sont, à cet autre point de vue, les instruments du crédit, circulent comme une monnaie liquide, et ne sont pas présentées simultanément en remboursement aux banques, que celles-ci peuvent en émettre une quantité très supérieure à celle qu'elles pourraient effectivement convertir en monnaie plus liquide.

La proportion de la réserve liquide des banques à leurs exigibilités est fixée tantôt par les banques elles-mêmes, en vertu d'une expérience séculaire du marché monétaire, tantôt, s'il s'agit d'une banque d'émission, ou même parfois (comme aux Etats-Unis) de banques privées, par des dispositions légales. Les systèmes monétaires modernes reposent ainsi sur la

compatibilité pratique de deux règles en apparence incompatibles : d'une part, toute monnaie convertible doit pouvoir être instantanément convertie, ou selon les termes de la note fameuse de Mollien, « pour ne « jamais finir, une banque doit toujours être prête à « finir » ⁽¹⁵⁾. D'autre part, la coexistence de monnaies de différentes liquidités, mutuellement convertibles, et en quantité d'autant plus restreinte que cette liquidité va s'élargissant, rend la simultanéité de cette convertibilité irréalisable ⁽¹⁶⁾.

(15) *Note expédiée du Havre le 29 Mai 1810 à la Banque de France par ordre de S. M. l'Empereur et par l'intermédiaire du Comte Mollien, Ministre des Finances.* Cité par Wolowski, *op. cit.* p. 87.

(16) La difficulté du problème, même au seul point de vue de l'explication théorique, tient au caractère essentiellement subjectif de la notion de liquidité : les particuliers ou les établissements spécialisés dans les opérations de crédit comptent pouvoir à chaque instant élargir leur liquidité par le simple transfert de l'actif considéré en un actif plus liquide. C'est là le procédé qui permet en permanence de satisfaire aux besoins de chacun en argent comptant dans une société où la plus grande partie des richesses est représentée par des titres à maturité plus ou moins reculée : il s'agit alors de liquidité par transfert ou de *liquidité collatérale*. (Voir Berle and Pedersen, *Liquid Claims and National Wealth*, New-York, 1934, et l'art. *Liquidity*, in *Encyclopaedia of Social Sciences*.)

Mais il est évident qu'il ne peut y avoir là qu'un procédé provisoire au point de vue de la société tout entière, puisque l'actif considéré ne fait que changer de main. En fait, tous les titres qui représentent une richesse future se liquident normalement eux-mêmes, qu'il s'agisse de l'effet de commerce qu'une banque conserve en portefeuille, ou du titre industriel amortissable en plusieurs décades, parce qu'ils représentent eux-mêmes des richesses en voie d'achèvement. Le problème de la *liquidité finale*, par opposition à la précédente, n'est résolu que par l'achèvement de l'opération productive, et la mise

Le fonctionnement régulier de ce système s'explique, on le sait, par la loi des grands nombres, et par le fait que les variations importantes de la demande de monnaie liquide sont le plus souvent saisonnières, et donc généralement prévisibles. Cette contradiction ne subsiste pas moins comme une menace latente pour tout système monétaire fondé sur une variété de liquidités. Elle explique en même temps l'élasticité de ces systèmes monétaires. Les billets mis en circulation n'y demeurent sans doute que pour une durée égale au crédit qui leur a donné naissance : s'il s'agit, par exemple, de l'escompte d'un effet de commerce, ils retourneront à la banque à l'échéance. Mais rien n'empêche celle-ci de renouveler indéfiniment ses crédits, dans les limites statutaires, de sorte que les billets émis, même par voie de crédit, conservent ainsi une circulation permanente (17).

en circulation d'une richesse immédiatement utilisable, par conséquent susceptible d'une vente définitive, et non d'une opération de crédit. L'actif peut alors être *liquidé*, et disparaître de la circulation, à la suite de la vente du bien réel contre un prix en monnaie liquide. Les différents degrés de liquidité finale de tous les actifs existant dans la société correspondent ainsi très exactement aux différents états d'avancement des biens réels dans la structure de la production.

On voit par là même que la liquidité collatérale, réalisable pour un ou plusieurs particuliers, ne l'est évidemment pas pour la société tout entière. Ou plus exactement, si tous les individus voulaient transformer la totalité de leur actif en instruments liquides, sans qu'il intervienne aucune augmentation de la quantité de monnaie, le résultat serait une chute massive des prix et un arrêt de toutes les transactions correspondant, à la limite, à une vitesse de circulation monétaire nulle.

(17) C'est là l'objection fondamentale à la théorie

D. — LE PROBLÈME DE LA CRÉATION DU CRÉDIT.

Mais l'émission des billets par les banques d'émission n'est pas le seul facteur de la variation de la circulation monétaire : l'expansion du crédit par les banques privées sous forme de comptes-courants constitue en période ordinaire, un facteur permanent au même titre.

La question de la création du crédit *ex nihilo* par les banques a donné lieu, depuis une quinzaine d'années, à une abondante littérature ⁽¹⁸⁾. H. Withers ⁽¹⁹⁾, en particulier, et, avec certaines restrictions, D.-H. Robertson ⁽²⁰⁾, ont assuré que les banques pouvaient émettre directement des comptes-courants en l'absence de tout dépôt initial de monnaie. En donnant à l'emprunteur le droit de tirer sur elle des chèques pour un montant déterminé, la banque inscrit immédiatement à son compte le montant du crédit qui apparaît alors au bilan comme un dépôt ordinaire. Etant donné que la banque ne conserve par devers

du « reflux » de Tooke et de la Banking School, selon laquelle les billets émis ne restent que provisoirement en circulation, et ne peuvent donc pas augmenter d'une manière définitive la circulation monétaire.

(18) Sur le problème de la « monnaie scripturale », v. Baudin, *La monnaie et la Formation des prix*, Paris 1936, t. I, pp. 260-264. Au cours de la controverse, l'explication la plus détaillée, au point de vue de la technique bancaire paraît contenue dans W.-F. Crick, *The Genesis of Bank Deposits*, *Economica*, vol. VII, n° 20, Juin 1927. V. aussi E. Mireaux, *Les Miracles du Crédit*, Paris 1930.

(19) *Op. cit.*, chap. V.

(20) *Money*, Londres 1922, chap. V.

elle qu'une proportion déterminée et assez faible d'argent liquide, elle fixera suivant sa réserve le total des dépôts « fictifs » d'après le montant des crédits ainsi consentis, de même qu'une banque d'émission peut émettre des billets en excès de sa réserve statutaire ; « les avances créent les dépôts » (« Loans make deposits »).

Les adversaires de cette théorie ⁽²¹⁾, qui appartiennent souvent à la profession de la banque, ont répondu qu'une banque ne prête jamais rien qu'elle n'ait déjà reçu de l'extérieur, faisant observer que le bilan fait toujours apparaître, en face d'un actif composé pour partie d'une réserve liquide et d'une variété d'avance, un passif équivalent, composé principalement de dépôts. Mais il est évident qu'aucune preuve, en ce qui nous intéresse, ne peut être tirée du bilan des banques, un bilan quelconque étant toujours en équilibre comptable. S'il fait apparaître à l'actif, par exemple, 1.000 francs de réserve liquide et 9.000 francs d'avances, escomptes, etc., et, au passif, 10.000 francs de dépôts, il est impossible d'en déduire qu'une partie de ces dépôts n'a pas été inscrite en l'absence de tout versement préalable de monnaie, puisque l'octroi d'un tel crédit par la banque aurait pour conséquence immédiate l'inscription de la somme en compte-courant à l'actif du bénéficiaire du crédit.

(21) En particulier Edwin Cannan, *Modern Currency and the Regulation of its Value*, Londres 1930, et Walter Leaf, *Banking*, Londres 1926.

La pratique qui consiste à ouvrir des comptes-courants « fictifs » ne paraît pas, toutefois, suffire à expliquer l'importance du volume des crédits bancaires. Si elle a pu être pratiquée par certaines banques (notamment aux Etats-Unis), d'une manière générale, l'affirmation des praticiens est exacte : les banques ne prêtent que ce qu'elles reçoivent. Mais cette affirmation n'est pas en contradiction avec la possibilité d'une expansion bancaire du crédit. La simple lecture du bilan des banques montre que le volume des dépôts est toujours plusieurs fois supérieur, non seulement aux réserves liquides de ces banques, mais à la masse globale de l'argent comptant existant dans le pays, surtout lorsqu'elle se compose principalement des billets de la banque d'émission.

Un examen plus détaillé du mécanisme des dépôts bancaires permet d'expliquer aisément ce phénomène. Si l'on considère une seule banque, celle-ci, dans la mesure où elle désire conserver une réserve liquide, non seulement ne peut pas prêter immédiatement plus que les dépôts d'argent comptant qu'elle a effectivement reçus, mais ne peut en prêter qu'une quantité moindre. Soit schématiquement sa position initiale :

Passif		Actif	
Dépôts..	2.000	Espèces liquides.	200
		Avances, etc.....	1.800

la proportion de la réserve liquide au passif est par hypothèse de 10 %. Si maintenant elle reçoit un dépôt

en espèces de 100, le bilan se présentera de la manière suivante :

Dépôts..	2.100	Espèces liquides.	300
		Avances, etc.....	1.800

et la proportion de la réserve liquide au passif deviendra 14,3 %. Si la banque décide alors de faire des crédits avec 90 % du dépôt additionnel, deux cas peuvent se présenter. Ou bien l'emprunteur utilise immédiatement le montant de son crédit en argent liquide (pour payer des salaires, par exemple). La réserve liquide retombera alors à 10 % et le bilan deviendra :

Dépôts..	2.100	Espèces liquides.	210
		Avances, etc.....	1.890

Mais si l'emprunteur décide de laisser son crédit en compte-courant à cette banque, le poste dépôts s'accroîtra alors du montant de ce crédit, et le bilan sera :

Dépôts..	2.190	Espèces liquides.	300
		Avances, etc.....	1.890

la proportion de l'encaisse liquide étant de 13,7, ce qui permettra à la banque de renouveler ses avances sans descendre au-dessous du minimum de sécurité que nous avons supposé de 10 %.

Mais l'effet du crédit né d'un dépôt additionnel ne s'arrêtera pas, dans un système bancaire comprenant un certain nombre de banques, à cette banque seule. Si l'emprunteur utilise son compte-courant pour un

paiement par chèque, il arrivera généralement que le bénéficiaire du paiement enverra le chèque à sa banque pour encaissement. Cette deuxième banque, à son tour, présentera le chèque à la première, ou à la chambre de compensation, où la position liquide s'augmentera du montant du chèque. Pour cette banque, la nouvelle somme représente, à son point de vue, un dépôt additionnel, de même nature que le dépôt initial au point de vue de la première banque. Si elle décide de prêter à son tour 90 % de cette somme, ce nouveau crédit aura pour conséquence un nouveau dépôt dans une troisième banque (ou même dans la première)... et ainsi de suite, donnant naissance à une série de crédits égale à S fois le dépôt initial, S étant égal, dans notre exemple, à $0,9 + 0,9^2 + 0,9^3 + \dots$ etc., soit 9 fois le montant du dépôt initial ⁽²²⁾.

Inversement, ce processus d'expansion ne peut se maintenir qu'à la condition : 1° que le dépôt initial ne soit pas retiré ou, plus généralement, que la somme des nouveaux dépôts soit égale à la somme des retraits pendant la période considérée; 2° qu'aussi longtemps que dure le crédit faisant suite au premier dépôt, ou qu'il est renouvelé ; 3° que si aucun des

(22) Plus généralement, soit q la proportion du dépôt faisant l'objet d'un nouveau crédit, la masse des crédits pourra atteindre la limite $S = \frac{q}{1 - q}$. V. Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Londres, 1933, pp. 152 ss.

bénéficiaires d'un crédit ne l'utilise autrement que par chèques. Aussi bien, tout retrait de dépôts, ou toute autre restriction de l'encaisse liquide, causera une contraction proportionnelle de la « pyramide » du crédit.

L'effet multiple de ce mécanisme, dans un système comprenant plusieurs banques, explique pourquoi celles-ci ne peuvent faire de distinction entre les dépôts qui proviennent de versements en argent comptant, et ceux qui proviennent de crédits. (Alors que cette distinction devient possible lorsqu'il ne s'agit que d'une seule banque.) Ceci suffit à résoudre la controverse entre les praticiens et les économistes, et donne en même temps raison aux partisans de Leaf et à ceux de Withers. Mais on voit en même temps pourquoi ce processus d'expansion se produit à partir d'un dépôt additionnel avec une complète spontanéité.

Le problème de la création du crédit par les banques est ainsi résolu. Les banques ne peuvent sans doute mettre ces crédits en circulation que pour autant que se manifeste une demande. Mais cette considération importante n'exclut pas le phénomène principal : savoir, la possibilité, pour le système bancaire, de donner satisfaction aux besoins du marché avec une élasticité limitée seulement par la proportion des réserves liquides aux exigibilités. Selon les périodes, cette proportion pourra varier, et une demande accentuée de crédit sera donc satisfaite, — surtout en période ascendante du cycle économique,

— *sans conduire immédiatement à une hausse du taux de l'intérêt*, par une diminution de la proportion de la réserve liquide. En période de « boom », la banque qui ressentira la première les effets de l'augmentation de la demande préférera généralement y satisfaire aux dépens de sa liquidité, plutôt que d'élever son escompte et de subir la concurrence des autres banques. L'expansion se fera sentir de proche en proche sur l'ensemble du système, et la masse de la circulation monétaire augmentera en proportion.

L'élasticité du crédit est donc un phénomène indépendant de toute intervention *délibérée* des banques. Elle n'est toutefois possible, ou tout au moins durable, — que si la banque d'émission est prête à fournir au moment voulu une provision additionnelle de monnaie liquide lorsque les demandes de conversion du public excèdent les ressources des encaisses liquides des banques. L'existence d'une réserve liquide élastique à la Banque Centrale est la condition nécessaire de l'élasticité générale du volume du crédit. Il s'ensuit que les variations de ce volume pourront dépendre, et dépendront souvent de l'intervention d'une autorité bancaire ou gouvernementale, dans le sens de l'expansion ou de la contraction selon la politique du crédit adoptée. L'expansion est alors mise en branle par l'émission. L'histoire des besoins financiers des Etats, et des requêtes de l'industrie pour une politique d'argent à bon marché permet de souscrire à ce jugement d'un historien de la monnaie

américaine : « Tout système ayant l'élasticité pour
« objet aura l'expansion pour effet. » ⁽²³⁾

III. — QUANTITE DE MONNAIE ET VITESSE DE CIRCULATION

Il est courant de parler, — et c'est ce que nous avons fait jusqu'à présent, — de la « quantité » de monnaie, de son augmentation et de sa diminution. Mais il n'est pas toujours aisé de savoir si l'on entend par là la monnaie *en circulation*, ou la totalité de la monnaie *existante*. Même ce dernier concept, nous le verrons, n'est pas d'une précision très satisfaisante. A un moment quelconque, — de même que la flèche des sophistes de l'Ecole d'Elée, toute la monnaie est immobile. Il est évident qu'on ne peut distinguer la monnaie qui circule de celle qui ne circule pas que par rapport à un certain intervalle de temps. Cette distinction est fondamentale. Car quelle que soit la quantité de monnaie « existante », et, en particulier, quelles que soient les quantités additionnelles de monnaie émises à partir d'un moment donné, seule

(23) W.-G. Sumner, *History of American Currency*, 1873, p. 220. Ajoutons que la politique consiste à favoriser, voire à rendre obligatoire, l'emploi des paiements par chèque, ne peut évidemment pas limiter cette expansion. Elle ne fait que substituer une forme de pouvoir d'achat à une autre, et ne peut prévenir aucune des conséquences de l'inflation. (V. sur les mesures prises dans cette intention par la Reichsbank entre 1922 et 1923, Bresciani-Turroni, *The Economics of Inflation*, p. 50).

la monnaie qui circule exerce une influence sur les prix. Ceci avait déjà été reconnu par Hume :
« Il est évident, écrivait-il ⁽²⁵⁾, que les prix
« ne dépendent pas tant de la quantité absolue
« des marchandises et de celle de la monnaie qui
« sont dans la nation, que de celle des marchandises
« qui viennent au marché, et de la monnaie qui circule. Si les espèces sont resserrées dans des coffres,
« tout se passe, à l'égard des prix, comme si elles
« étaient annihilées... comme la monnaie et les marchandises dans ce cas ne se rencontrent jamais,
« elles ne peuvent s'affecter l'une l'autre. »

La quantité totale de monnaie existant à un moment donné est composée de la somme des encaisses individuelles de tous les membres de la communauté, c'est-à-dire, non seulement les sommes d'argent liquide que chacun conserve dans son gousset, son porte-monnaie, son tiroir-caisse, voire son bas de laine, mais toutes les sommes considérées comme immédiatement disponibles : fonds de roulement des entreprises, réserves des établissements de crédit, des collectivités publiques, etc., en y comprenant aussi bien les sommes sous forme de compte-courant en banque que les espèces matérielles. La totalité de ces sommes est par définition la quantité de monnaie existante, à un moment donné, qui est ainsi intégralement répartie en encaisses liquides.

(24) *Essays*, édit. Longmans 1889, t. I. *On Money*, p. 316.

Plusieurs considérations déterminent le niveau de ces encaisses ⁽²⁵⁾ : 1° le mouvement des revenus monétaires : en général, tout accroissement de ce revenu amènera un accroissement de la proportion liquide de l'actif total de chaque individu ; inversement, devant une diminution de ce revenu, on préférera souvent retarder le moment d'une réduction équivalente des dépenses, en réduisant le montant de l'encaisse. En outre, et étant donné le montant de ce revenu, 2° la possibilité d'employer en placements productifs la portion du revenu non dépensée en biens réels ; 3° les dépenses éventuelles dans un avenir immédiat. Toute conservation de monnaie liquide implique une perte de revenu dans la mesure où cette monnaie peut être placée à intérêt. Aussi peut-on considérer que le maintien d'une encaisse liquide s'explique par l'impossibilité de prévoir complètement et correctement l'avenir. Sinon, on pourrait concevoir que la totalité des revenus monétaires fût aussitôt investie pour être retirée et dépensée au fur et à mesure des besoins prévus. Dans cette hypothèse, aucune encaisse liquide n'existerait ; la vitesse de circulation et les prix tendraient vers l'infini. « Chacun aurait un compte dans une Banque centrale de clearing, et tous les paiements seraient effectués par virements sur les

(25) V. Hawtrey, *la Circulation Monétaire et le Crédit*, éd. fr. 1935, ch. iv. L'ensemble de ces encaisses, ou « marge disponible » (« unspent margin » : marge non-dépensée) comporte, pour Hawtrey, à la fois le numéraire proprement dit, et la portion même de la réserve liquide conservée en banque sous forme de dépôts à vue.

livres de cette Banque... Il n'existerait alors pas de limite à sa faculté de créer du crédit... la vitesse de circulation de la monnaie tendrait vers l'infini. » ⁽²⁵⁾

On voit que la quantité de monnaie n'est pas autre chose que la somme totale des épargnes-réserves. L'épargne-réserve, en effet, *ne cesse pas du point de vue social*, lorsque l'épargnant la transforme directement ou par l'intermédiaire du marché monétaire en épargne créatrice. La monnaie parvient alors aux mains d'une entreprise qui la dépensera en biens et en services; mais ces dépenses ne se feront pas immédiatement, ni en une seule fois. Chez l'auteur de l'investissement, aussi bien que chez tous les bénéficiaires des dépenses consécutives, la monnaie s'arrêtera chaque fois pendant un certain temps sous forme d'encaisse liquide. D'où tous les problèmes de trésorerie des entreprises. *Autrement dit, l'épargne-réserve se retrouve à chaque étape de l'épargne créatrice.*

Selon la durée moyenne pendant laquelle chaque unité monétaire restera dans la même encaisse, la circulation de la monnaie sera plus ou moins rapide. Cette vitesse est l'inverse de la période moyenne d'immobilisation entre deux paiements consécutifs.

Il est aisé de concevoir théoriquement la vitesse moyenne de circulation de la monnaie. Ce concept offre cependant des inconvénients considérables en ce qu'il s'applique à la totalité de la monnaie *exis-*

(25) P.-N. Rosenstein-Rodan, *The Coordination of the General Theories of Money and Prices*, Economica, Août 1936, pp. 271 ss.

tante. Si, pendant une période déterminée, une partie importante du stock monétaire global reste complètement inactive, et que les différentes portions du reste de ce stock circulent avec des vitesses variables, le concept de vitesse moyenne tiendra compte à la fois de la monnaie qui circule et de celle qui ne circule pas.

On peut comparer ce problème à la situation suivante : si dans un réseau de chemins de fer il existe 300 locomotives; que 100 d'entre elles restent garées et inutilisées pendant une période donnée; et que le trajet total parcouru par les autres est, par exemple, de 30.000 kilomètres, on pourra évidemment dire, si l'on fait entrer en ligne de compte à la fois les locomotives restées immobiles et celles qui ont circulé, que le trajet *moyen* accompli par une locomotive *du réseau* est de 100 kilomètres, bien que cette notion soit dépourvue de toute signification pratique.

Le même raisonnement peut s'appliquer au rapport entre la quantité de monnaie et la vitesse moyenne de circulation. Si des encaisses liquides considérables restent inutilisées pendant une période déterminée, tout se passera comme si cette monnaie était inexistante, et l'on dira alors que la vitesse de circulation s'est ralentie; mais au moment où ces encaisses seront remises en circulation, *tout se passera comme s'il s'agissait d'addition de monnaie neuve au stock monétaire*; bien qu'en réalité il ne s'agisse que d'une accélération de la vitesse moyenne de circulation de la monnaie existante, les effets seront

les mêmes que s'il s'agissait d'une production ou d'une émission de monnaie supplémentaire, si l'intervalle écoulé depuis l'immobilisation de ces encaisses a été suffisamment long pour que se soit établi un niveau des prix correspondant à la circulation monétaire restreinte.

Ce phénomène est particulièrement visible dans les pays où la thésaurisation est pratiquée sur une large échelle : si les encaisses, même métalliques, sont brusquement dépensées, elles ne peuvent évidemment qu'avoir des effets identiques à ceux d'une inflation ordinaire de billets.

Le problème se complique encore s'il s'agit de monnaie fiduciaire. Il est apparemment aisé, par la simple lecture du bilan de la Banque d'émission, de déterminer la quantité des billets en circulation à un moment donné. Mais en réalité, cette constatation ne permet pas de séparer la notion de quantité de monnaie de celle de sa vitesse de circulation.

Supposons en effet qu'une Banque d'émission présente au bilan un poste « Billets en circulation » de 1.000. Si elle vient à encaisser un montant de 100, en billets, en remboursement d'une avance, par exemple, la Banque pourra, soit conserver ces billets en caisse jusqu'au moment où elle fera une nouvelle avance : le poste « Billets en circulation » restera donc inchangé dans l'intervalle; ou au contraire, elle pourra faire disparaître les billets jusqu'au moment où elle décide de faire une nouvelle avance : le poste « Billets » passera dans l'intervalle de 1.000 à 900 pour re-

monter ensuite à 1.000. Ni dans un cas ni dans l'autre, la circulation proprement dite de ces billets n'a eu lieu dans l'intervalle. Mais selon le procédé comptable employé par la Banque, on dira qu'il s'agit, dans le premier cas, d'une variation de la vitesse de circulation de la monnaie; et dans le second, d'une variation de la quantité de monnaie. Mais à tous les autres points de vue, en particulier, à celui des effets sur les prix et les revenus monétaires, l'opération est exactement la même.

Il est donc fort malaisé de déterminer exactement la « quantité de monnaie » existant dans un pays lorsque certaines encaisses liquides possèdent comme c'est le cas de celles d'une Banque d'émission, un potentiel d'élasticité illimité. Car si l'on fait entrer en ligne de compte la monnaie qui ne circule pas pendant une certaine période, il n'est pas plus illogique d'y faire entrer la monnaie qui n'existe pas.

Il est donc impossible de distinguer entre une création de monnaie nouvelle et une augmentation de la vitesse de circulation de la monnaie existante : entre ces deux phénomènes, il n'y a qu'une différence de degré. Si je dépense mille francs deux jours après les avoir reçus, ou si je dépense une somme égale tirée d'un trésor enfoui depuis mille ans, il y a, dans les deux cas, accélération de la circulation, mais aucune « augmentation de la quantité de monnaie ». Ce sera seulement dans le cas où on ne pourra démontrer, lorsqu'il s'agit par exemple de la production d'or neuf, que la monnaie nouvellement émise n'avait jamais circulé auparavant, et constitue une addition nette

au stock « existant » qu'il s'agira strictement d'une augmentation de la quantité de monnaie.

Il va de soi qu'il serait hors de propos d'appliquer de tels raffinements théoriques aux émissions monétaires (métalliques ou fiduciaires) de quelque importance. En pareil cas, il est beaucoup plus simple de considérer qu'il s'agit d'une augmentation de la quantité de monnaie. Mais nos dernières considérations doivent nous servir à souligner l'importance des variations de la vitesse de circulation ⁽²⁶⁾, et leur caractère universel. Toutes les fois que nous dépensons de la monnaie, toutes les fois que varie le niveau des encaisses, il se produit l'équivalent d'une petite « inflation », — ou inversement, d'une petite « déflation » locale, correspondant à des variations de la période moyenne d'immobilisation.

(26) Selon J. Rueff (*Théorie des Phénomènes Monétaires*, Paris 1927, p. 157), « c'est beaucoup plus par variations de la vitesse de circulation que par variation du montant des stocks monétaires que se trouve à chaque instant satisfaite l'équation des échanges ». Par contre, M. Rist écrit : « Voilà tout ce que peut faire le crédit, accélérer la circulation de l'argent. Rôle modeste, qui pour être rempli exige que les banques remboursent régulièrement et à vue les dépôts reçus ou les billets émis ». (*Histoire des Doctrines relatives au Crédit*, etc. p. 49). Rôle qui ne nous paraît nullement modeste! puisqu'une accélération de la circulation équivaut à une augmentation de la monnaie qui circule. Toute autre est la question de savoir si les variations de la vitesse de circulation compensent automatiquement celles des quantités émises, de sorte que ces additions (ou diminutions) resteraient sans effet sur les prix. Nous sommes entièrement d'accord avec M. Rist pour nier ce caractère de compensation automatique.

Comme toute augmentation de la vitesse moyenne de circulation aura les mêmes effets qu'une émission de monnaie supplémentaire, il nous paraît préférable de parler, plutôt que des variations de la quantité de monnaie, de celles du *débit monétaire*, — entendant par là le produit MV de l'équation des échanges, c'est-à-dire la quantité totale des paiements effectués pendant une période donnée.

Il ne suffit donc pas de maintenir invariable la « quantité de monnaie », — par exemple par l'arrêt de toute production ou importation d'or, et par l'immobilisation des émissions fiduciaires, — pour que ce débit soit constant. Même lorsque le système ne se compose que d'une quantité fixe et homogène de monnaie liquide, comme dans le cas de circulation purement métallique, les variations autonomes de la vitesse de circulation, provoquées par les décisions individuelles relatives au niveau des encaisses, suffiront à faire varier le débit monétaire.

On a parfois fait observer que si *tous* les individus essaient *en même temps* d'accroître leurs encaisses liquides, (ou inversement de la diminuer) leur tentative se heurterait à une impossibilité, en l'absence d'une création de monnaie supplémentaire, puisque tout accroissement des encaisses des uns doit alors s'imputer nécessairement sur celles des autres.

C'est un fait indiscutable cependant, que les mouvements des encaisses liquides ne se compensent pas toujours, ce qui équivaldrait à une vitesse de circulation invariable. Qu'arrivera-t-il si tous les indivi-

des cherchent en même temps à se débarrasser le plus vite possible de leurs encaisses ? Non pas que le niveau moyen des encaisses à un moment donné diminuera, puisque toute dépense va aussitôt accroître l'encaisse de quelqu'un d'autre, — mais que ces encaisses seront épuisées et renouvelées avec une plus grande rapidité. Le désir de se défaire rapidement de sa monnaie liquide est un des facteurs principaux de l'accélération de la vitesse de circulation, et, comme on l'a souvent fait observer, cet effet est particulièrement visible au cours des stades ultérieurs des grandes inflations de papier monnaie ⁽²⁷⁾, chacun prévoyant la hausse des prix d'une manière cumulative. L'accélération spontanée s'ajoute alors à l'effet des émissions croissantes de monnaie et contribue à précipiter leur allure.

Ce phénomène s'applique aussi bien à la monnaie métallique. Ainsi, en Mai 1937, il se produisit une « déthésaurisation » de l'or assez violente, sans doute à la suite de rumeurs faisant prévoir la prochaine dépréciation du métal, — soit du fait même de sa surabondance, soit par appréhension d'une revalorisation officielle du dollar. Cette accélération contribua alors à accélérer la hausse des prix. Il serait intéressant de rechercher dans quelle mesure elle a pu contribuer à la crise économique qui survint quelques mois plus tard.

Le cas inverse, — celui de la thésaurisation, équi-

(27) Bresciani-Turroni, *Op. cit.* p. 159.

vaut, de la même manière, au ralentissement de la vitesse moyenne de la circulation, à la contraction du débit monétaire. Comme l'a fait observer M. Rist « la thésaurisation n'est pas la mort de la monnaie ». (28). Mais, nous nous sommes efforcés de le montrer, l'immobilisation pendant un certain temps d'une quantité de monnaie liquide a exactement les mêmes effets que son extinction, correspondant à un remboursement de crédit, suivie de la création, après un temps égal, d'un nouveau crédit. Il y a déflation suivie d'inflation. Si la monnaie, en effet ne disparaît pas de la circulation, le crédit, — ou plus exactement, la monnaie fiduciaire émise par voie de crédit, — en disparaît sans perdre la faculté de reparaître. Il n'y a certes pas mort de la monnaie — mais la monnaie peut sommeiller. Il y a mort du crédit — mais le crédit peut renaître.

Ainsi nous paraît confirmée, à propos du problème de la vitesse de circulation de la monnaie, l'analogie que nous avons voulu établir précédemment entre la monnaie au sens strict et les instruments fiduciaires nés par voie de crédit. Même si l'on peut admettre que le crédit ne fait qu'accélérer la circulation de la monnaie proprement dite, cette accélération accroît le débit monétaire, et équivaut à une augmentation de « quantité » de monnaie.

(28) *Op. cit.* p. 18.

CHAPITRE IV

LES FLUCTUATIONS MONETAIRE DU CAPITAL

I. — HISTORIQUE DES THEORIES DE L'EPARGNE FORCEE MONETAIRE

Les progrès enregistrés dans les versions modernes de la théorie quantitative de la monnaie ont principalement consisté à écarter l'idée d'une action directe et mécanique de la monnaie, métallique ou non métallique, sur les prix. Tous les phénomènes de la vie économique sont des manifestations collectives. On est donc tenté d'énoncer les lois qui les gouvernent d'une manière semblable à celles des phénomènes naturels; c'est ainsi qu'en disant : « la monnaie circule, les prix montent, les capitaux s'évadent, etc. » on tend parfois à oublier que derrière tous ces « mouvements » agissent des décisions humaines. Certes, celles-ci sont profondément affectées par le milieu social; mais elles n'en demeurent pas moins des actes individuels. En dernier ressort, toute la vie économique est fonction des évaluations et du comportement des individus.

Ce n'est qu'à la suite de l'influence des théories subjectivistes et marginalistes de la valeur que ce principe général a pénétré le domaine de la théorie de la monnaie. Ses conséquences, qui ne sont pas encore pleinement développées, doivent permettre d'unifier la théorie économique générale de manière à pouvoir utiliser les résultats obtenus par la théorie pure de l'équilibre pour résoudre les problèmes posés par l'abandon des hypothèses qui font abstraction du facteur monétaire.

L'un des plus importants aspects de cette synthèse est l'application de la théorie de la monnaie à la théorie de la formation du capital. Si récents qu'en soient les progrès, l'étude de ce problème a déjà une longue histoire : il est difficile d'établir avec précision dans quelle mesure chacun des économistes qui y ont fait allusion a subi l'influence des théories de ses prédécesseurs; en fait, la plupart des textes qui suivent ont été récemment comparés les uns aux autres. Ils montrent moins l'évolution proprement dite de la théorie qu'ils ne peuvent servir aujourd'hui à suggérer son développement ultérieur. (1)

On attribue aujourd'hui à Cantillon le mérite de plusieurs contributions originales à la théorie de la

(1) L'histoire des idées relatives aux problèmes monétaires de l'épargne forcée a été faite par F.-A. Hayek dans le chap. I de l'ouvrage précité, *Prices and Production*, et dans un article : « *A note on the development of the theory of forced saving* », *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1932, pp. 123 et ss., auquel sont empruntées une grande partie des citations qui suivent.

monnaie, dont l'importance n'a été mise en lumière qu'à une date récente. (2) Avant la publication de l'Essai sur la Nature du Commerce, (1755), Turgot faisait déjà d'intéressantes observations sur le mécanisme de la circulation monétaire. (3) Examinant les conséquences du plan de Law sur les revenus respectifs de l'Etat et des particuliers, il écrit en 1749 :
« Je ne sais trop comment on pourrait connaître si
« ce secours que le Roi tirerait de ses sujets serait
« payé par tous dans la proportion de leurs richesses.
« Il est visible que si le marchand qui a reçu le billet
« du Roi n'en tire que le prix qu'il doit avoir dans
« sa circulation avec la masse des billets dont il
« augmente le nombre, en ce cas, ceux avec qui le
« Roi traiterait immédiatement porteraient seuls le
« poids de l'impôt. La solution de cette question dépend d'un problème assez compliqué dont voici
« l'énoncé : quand et comment, par la circulation,
« une somme d'argent nouvelle vient-elle à se balancer avec toute la masse des denrées ? Il est clair
« que ce n'est qu'en s'offrant successivement pour
« l'achat des diverses denrées qu'elle vient les rendre chérir pour le public, et s'avilir elle-même. Quand
« celui qui a reçu l'argent du Roi le répand, il n'a

(2) V. R. Gonnard, *Histoire des doctrines monétaires dans ses rapports avec l'histoire des monnaies*, Paris 1936, t. II, pp.128 et ss. Rist, op. cit. pp. 285 ss.

(3) *Lettre à M. l'abbé de Cicé sur le papier suppléé à la monnaie*. Œuvres, Edit. Daire, t. I, p. 101. Il n'a malheureusement été conservé qu'un fragment de cette lettre.

« point encore circulé, ainsi les denrées ne sont point
« enchéries; ce n'est qu'en passant par plusieurs
« mains qu'il parvient à les enchérir toutes. Il paraît
« par là, quoiqu'on ne puisse avoir là-dessus rien
« d'absolument précis, que la perte se répartit uni-
« formément sur les particuliers c'est-à-dire qu'ils
« seraient tous mécontents, et non sans raison ».

L'essentiel du problème est contenu dans cette observation de Turgot; ce n'est qu'à suite des échanges *successifs* de la monnaie contre les biens que les prix peuvent être affectés par une expansion du débit monétaire. Il s'ensuit que rien ne peut être déduit *a priori*, tant en ce qui concerne les mouvements des prix que le volume de la production, d'une émission supplémentaire, si l'on ne sait pas *à quel endroit elle pénètre dans la circulation*, — entre quelles mains elle est d'abord remise et dépensée. La direction du courant monétaire est toujours la même : des biens de consommation aux stades antérieurs et aux facteurs originels de la production. Du point où la monnaie fait son apparition, on pourra donc conclure aux effets immédiats de sa course ultérieure.

C'est ce qu'observe Cantillon dans un passage désormais célèbre : critiquant la version trop « mécanique » donnée par Locke, de l'action de la monnaie sur les prix, il écrit ⁽⁴⁾ : « Il a bien senti que l'abondance d'argent enchérit toutes choses; mais il n'a pas recherché comment cela se fait. La grande

(4) *Essai sur la Nature du Commerce en général*, Londres, 1755. Edit. Henry Higgs, Londres 1931, p. 160.

« difficulté de cette recherche consiste à savoir par
« quelle voie et dans quelle proportion l'augmenta-
« tion de l'argent hausse le prix des choses... » Il
explique alors, dans l'hypothèse de la découverte de
nouvelles mines d'argent ou d'or, comment seront
accrus, d'abord les revenus des producteurs de métal,
puis, à la suite des dépenses faites sur ces premiers
revenus, comment la hausse des prix des objets ache-
tés accroîtra les revenus des vendeurs de ces objets,
et ainsi de suite. Mais selon que l'argent pénètre par
cette voie ou par une autre, les effets seront fort
différents.

« Si l'abondance d'argent dans l'Etat vient par
« les mains des personnes qui prêtent, elle diminuera
« sans doute l'intérêt courant en augmentant le nom-
« bre des prêteurs; mais si elle vient par l'entremise
« des personnes qui dépensent, elle aura l'effet tout
« contraire, et elle haussera le prix de l'intérêt en aug-
« mentant le nombre des entrepreneurs qui auront à
« travailler au moyen de cette augmentation de dé-
« pense, et qui auront besoin d'emprunter dans toutes
« les classes d'intérêt ». (5)

Après Cantillon, et probablement sous son in-
fluence, Hume donnera à son tour une analyse de
l'effet progressif de l'accroissement monétaire sur les
revenus et sur les prix, en observant que la hausse
des prix n'étant ni simultanée, ni uniforme, seuls

(5) *Op. cit.*, p. 214. V. Rist, *Histoire des doctrines rela-
tives au Crédit et à la monnaie*, pp. 285 et ss. Gonnard,
op. cit. pp. 72 et ss.

les premiers bénéficiaires de la monnaie nouvelle auront un avantage, et que cet avantage subsistera seulement durant la période intermédiaire où la hausse n'est pas terminée. (6) Comme Cantillon, il pense donc que les effets de l'expansion sont transitoires; ni l'un ni l'autre ne montrent encore comment il peut en résulter une augmentation réelle de la production. Mais l'allusion faite par Cantillon au taux de l'intérêt est significative; c'est seulement parce que la nouvelle monnaie pénètre graduellement dans la circulation, et peut y pénétrer par diverses voies, que ses effets sur les prix pourront varier, du fait d'une modification dans les revenus et dans la proportion entre les demandes respectives pour les différentes sortes de biens. La même considération s'applique à tous ses autres effets; s'agissant du prix du capital, on doit être amené à chercher si la quantité des capitaux produits ne se trouvera pas affectée également par l'expansion monétaire.

La discussion des relations entre la quantité de monnaie, le taux de l'intérêt et les prix devient très active au début du XIX^e siècle en Angleterre: les noms de Henry Thornton (7), du Bullion Report et de David Ricardo sont les plus illustres du débat; mais celui-ci porte surtout sur l'aspect monétaire et bancaire du problème, et non sur les effets possibles de l'expansion sur les revenus réels et sur le volume global

(6) Hume, *Op. cit.* pp. 313-315.

(7) *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great-Britain*, Londres, 1802.

de la production. Ce sera Malthus qui introduira ce problème, incidemment d'ailleurs, au cours de la controverse. Avant lui, un texte important mérite d'être cité.

Il s'agit d'un passage du Manuel d'Economie Politique de Bentham (8) (écrit en 1804, mais publié seulement en 1843), où il examine dans quelle mesure l'Etat peut augmenter, par l'impôt, la richesse réelle globale d'un pays. Bentham désigne du nom de « frugalité forcée » l'effet de ces mesures sur la population (9). Après avoir discuté ce premier procédé, il ajoute :

« L'effet de la frugalité forcée est aussi le produit
« de la création de papier-monnaie par le Gouver-
« nement, ou de l'autorisation d'en créer donnée à des
« particuliers. Dans ce cas, l'effet provient d'une va-
« riété d'impôt indirect, qui a jusqu'à présent passé

(8) *Manual of Political Economy, Works, ed. Bowring*, ch. III, p. 44. Hayek, *A note etc.*, p. 124.

(9) Il est curieux de retrouver la même expression chez J.-B. Say, à une époque où, par conséquent, le texte de Bentham n'était pas accessible. Mais Say fait allusion à l'inégalité dans la répartition des revenus et à l'incidence des impôts sur les classes les plus pauvres. Il ne pense pas au problème de l'inflation. « Cette frugalité dont Smith fait honneur aux particuliers n'est-elle pas, en raison de quelques vices dans l'organisation politique, forcée chez la classe la plus nombreuse ? Est-il bien sûr que sa part des produits soit exactement proportionnée à la part qu'elle prend à la production ? Dans les pays qu'on regarde comme riches, combien d'individus vivent dans une disette perpétuelle ?... ce ne sont pas les misérables qui font les épargnes ; car qui n'a pas de quoi vivre ne met guère côté ; c'est à leurs dépens que les épargnes sont faites. » (*Traité d'Economie Politique*, 6^e édit., 1841 p. 116).

« inaperçue... Si, lors de l'introduction de la mon-
« naie additionnelle dans la circulation, elle arrive
« d'abord entre des mains qui l'emploient à des dé-
« penses improductives, l'incommodité due à cette
« taxe restera sans compensation; si, avant de venir
« en de telles mains, elle a été employée sous forme
« de capital, l'incommodité de la taxe sur les revenus
« est partiellement réduite et partiellement com-
« pensée. Elle est réduite par la masse des objets à
« vendre que la monnaie a contribué à produire :
« masse qui aurait augmenté *pro tanto* de son mon-
« tant, — n'était l'augmentation correspondante de
« la masse de monnaie — la valeur de la masse de
« la monnaie, et diminué le prix des objets à ven-
« dre. Elle est compensée dans une certaine mesure,
« quoique fort peu adéquate, par le même effet : sa-
« voir, par le montant de l'addition faite à la quan-
« tité de richesse réelle, — de la richesse possédant
« une valeur d'usage. Ici, comme dans les cas pré-
« cédents, la richesse nationale est augmentée aux
« dépens du confort national et de la justice natio-
« nale ».

Ces observations ne devaient pas influencer sur la discussion alors en cours de la réglementation de l'émission de la Banque d'Angleterre. Mais dans un compte-rendu (alors anonyme) fait par Malthus ⁽¹⁰⁾ du pamphlet de Ricardo sur « Le Haut Prix des Lingots »,

(10) Dans la Revue d'Edimbourg, vol. XVII, n° XXXIV, Février 1811, p. 363. V. Hayek, *Prices and Production*, p. 19.

on trouve une remarque sur l'influence « qu'une répartition différente des moyens d'échange peut exercer sur les accumulations destinées à faciliter les productions futures ». Il démontre ensuite comment une altération dans la proportion entre le revenu et le capital, qui conduirait « à remettre la plus grande part des productions du pays entre les mains des classes productives » amènerait rapidement une augmentation considérable de la production.

« Toutes les fois que, dans l'état actuel des choses, « une nouvelle émission de billets parvient aux mains « des personnes qui entendent les utiliser à entreprendre ou à étendre une affaire profitable, il intervient « une modification dans la répartition des moyens « circulants, toute semblable à celle que nous venons « d'imaginer; et celle-ci produit des effets semblables, quoique relativement moins considérables, en « altérant la proportion entre capital et revenu en « faveur du capital. Les nouveaux billets vont au « marché comme autant de capital supplémentaire, « pour acheter ce qui est nécessaire à la marche de « l'entreprise. Mais avant que soient accrues les productions du pays, il est impossible pour quiconque « d'en avoir davantage sans diminuer la part d'autrui. Cette diminution est fonction de la hausse « des prix, amenée par la concurrence des nouveaux « billets, qui enlève à tous ceux qui ne sont qu'acheteurs et non vendeurs, le pouvoir d'acheter une « aussi grande partie des productions annuelles « qu'auparavant; tandis que toutes les classes pro-

« ductives (*industrious*) — tous ceux qui vendent en
« même temps qu'ils achètent sont en mesure, pen-
« dant la hausse progressive des prix, de faire des
« profits qui sortent de l'ordinaire; et même, lors-
« que cette progression a pris fin, demeurent en pos-
« session d'une plus grande portion des productions
« annuelles qu'avant l'émission nouvelle ».

Ricardo répondit longuement, dans un appendice à sa brochure sur le « Haut Prix des Lingots », à l'article de la Revue d'Edimbourg ⁽¹¹⁾. A propos du passage ci-dessus, il écrit :

« Il est indubitable que ce n'est pas la quantité des
« agents monétaires qui ajoute à la richesse natio-
« nale, mais bien « le mode de leur distribution ».
« Si donc il nous était démontré que les effets d'une
« surabondance, et conséquemment d'une dépré-
« ciation de la monnaie sont de réduire les moyens
« de consommation chez les classes oisives et im-
« productives, pour peupler les rangs de la popula-
« tion laborieuse et productive nous y reconnâtrions
« indubitablement un accroissement de la richesse
« nationale; car on aurait transformé en capital
« des revenus éphémères... Mais en doit-il être né-
« cessairement ainsi ? »

Et Ricardo concluait que le seul effet de l'émission serait, outre la hausse des prix, que l'intérêt de l'argent prêté reviendrait à la Banque au lieu de re-

(11) *Œuvres*, Ed. Guillaumin, 1847, p. 453.

venir aux prêteurs ; il ajoute : « Si le débiteur de la
« Banque, applique son emprunt à des spéculations
« moins avantageuses que l'emprunteur des épargnes
« du rentier, il y aura perte réelle pour le pays, de
« sorte qu'une dépréciation des monnaies considérées
« comme stimulant la production sera tantôt profita-
« bles, tantôt onéreuse. Je ne vois pas comment elle
« diminuerait le nombre des oisifs et grossirait les
« rangs de la classe productive ; et d'ailleurs, dans
« tous les cas, le mal serait évident, palpable. Cette
« dépréciation repose même sur une injustice si
« criante envers les intérêts individuels qu'il suffit de
« l'exposer pour soulever le blâme et l'indignation de
« tous ceux qui ne sont pas complètement inaccessi-
« bles au sentiment de l'honneur. »

L'observation de Malthus fut ensuite utilisée par Dugald Stewart, dans un memorandum sur le Bullion Report, écrit en 1811 et publié seulement en 1855. C'est sans doute à la suite de cette publication que l'attention de Stuart Mill fut attirée sur ce problème ; car dans une note ⁽¹²⁾ au chapitre des Principes d'Economie Politique intitulé « Du Crédit comme substitut à la Monnaie », il corrige dans l'édition de 1865 son affirmation selon laquelle le crédit ne peut que transférer du capital d'une personne à l'autre. L'influence du passage précité de Malthus y est évidente :

« Les moyens monétaires existants dans un pays

(12) *Principes*, Livre IV, chap. XI, § 1.

« à un moment donné sont employés à des achats
« pour la consommation, tantôt productive, tantôt
« improductive. Selon que la plus grande proportion
« est employée à l'une ou à l'autre, le capital réel
« du pays est augmenté ou diminué. Si donc une
« addition était faite à la circulation monétaire en-
« tre les mains des consommateurs improductifs seu-
« lement, on achèterait une plus grande partie du
« stock des marchandises pour la consommer d'une
« manière improductive, et une plus petite pour l'em-
« ployer à la consommation productive; et cet état
« de choses, s'il se prolongeait, équivaldrait à une
« diminution du capital. Si, au contraire, cette addi-
« tion venait accroître la partie des moyens moné-
« taires détenue par les producteurs et destinée à
« leurs entreprises, une plus grande partie des mar-
« chandises du pays serait, à ce moment, employée
« comme capital, et une moindre à des fins impro-
« ductives. Or, c'est une conséquence de cette sorte
« qui accompagne naturellement certaines exten-
« sions du crédit, surtout lorsqu'elles prennent la
« forme de billets de banque ou d'autres instruments
« d'échange. Les billets supplémentaires sont d'ordi-
« naires émis à des producteurs ou à des marchands
« pour être employés comme capital; et, quoique le
« stock des marchandises du pays ne soit pas plus
« grand que par le passé, comme une part plus grande
« de ce stock vient nonobstant aux mains des pro-
« ducteurs et marchands, ce qui eût été consommé
« d'une manière improductive est dans cette mesure

« appliqué à la production, et il y a augmentation
« réelle du capital. L'effet cesse, et un processus con-
« traire se déclanche, lorsque le crédit supplémen-
« taire cesse d'être émis, et que les billets sont ré-
« dimés ».

Le problème fut peu discuté, semble-t-il, à la suite de l'édition de 1865, si ce n'est dans les journaux de la Cité de Londres. Après que l'idée en eût été répandue par James Wilson, l'éditeur de l'*Economist*, les crises financières furent attribuées à la création de capital fictif par les banques, amenant une conversion de capital circulant en capital fixe, et une pénurie de capitaux disponibles pour l'achèvement des investissements en cours. ⁽¹³⁾

En 1879, Léon Walras, dans sa « Théorie mathématique du billet de banque » consacrait une section à « l'Accroissement du capital par l'émission des billets de banque ». ⁽¹⁴⁾

« Frappés de ce fait, écrit-il, qu'imprimer des billets à vue, au porteur, avec vignettes, sur papier filigrané, n'est pas créer des bâtiments, machines, instruments, outils, des matières premières et produits fabriqués, quelques-uns ont paru disposés à nier que l'émission de billets de banque permît d'obtenir un supplément quelconque de capital fixe ou circulant et à soutenir que leur résultat avantageux était de transformer une partie du métal

(13) Hayek, *op. cit.* chap. III, Appendice.

(14) *Etudes d'Economie Politique Appliquée*, 1898, pp. 348-356.

« monétaire en métal marchandise... Il faut aller
« plus loin... et énoncer que l'émission des billets de
« banque recule les limites du crédit en permettant
« aux banques de prêter aux entrepreneurs sans em-
« prunter aux capitalistes... Il est donc incontestable
« que : « *L'émission des billets de banque pour une*
« *certaine somme permet une augmentation dans*
« *la quantité du capital pour une somme égale.* Sans
« doute, cette augmentation n'est pas effectuée par
« le fait seul de l'émission; mais elle est, par ce fait,
« rendue possible... L'échange entre un entrepreneur
« et une banque d'émission d'un effet de commerce
« à terme et à ordre contre un billet de banque à
« vue crée non pas un capital nouveau, mais une
« demande nouvelle de capital, et le capital lui-
« même reste à créer... Dans cette hypothèse, il y
« a une période d'émission pendant laquelle la pro-
« duction antérieure des produits consistant en re-
« venus consommables et capitaux neufs est entiè-
« rement troublée. Durant cette période, la demande
« de capitaux neufs résultant de l'émission s'ajoute
« à la demande antérieure de capitaux neufs et de
« revenus consommables. Il en résulte une double
« conséquence : en premier lieu, la proportion de la
« production des revenus consommables et des capi-
« taux neufs est changée, il y a diminution dans la
« quantité des uns et augmentation dans la quantité
« des autres; et en second lieu, le prix de tous ces
« capitaux est changé, puisque, à la condition de
« supposer la diminution de la demande définitive

« proportionnelle à l'augmentation des prix, leur va-
« leur totale est augmentée du montant de l'émis-
« sion des billets de banque. La situation n'est pas
« du tout la même que si, à un moment donné, l'épar-
« gne avait eu lieu sur une échelle considérable et
« exceptionnelle. Non : dans ce cas, les propriétaires
« fonciers, travailleurs et capitalistes demanderaient
« par l'intermédiaire des entrepreneurs beaucoup
« plus de capitaux; mais en revanche, ils demande-
« raient directement beaucoup moins de revenus
« consommables. Il y aurait eu déplacement de la
« demande et la valeur totale de la production serait
« restée la même. Dans le cas de l'émission des bil-
« lets de banque, comme cela aurait aussi lieu dans
« le cas de découverte de monnaie métallique, il y
« a augmentation de demande d'un côté sans dimi-
« nution de l'autre. Ainsi *l'émission de billets de*
« *banque pour une certaine somme amène pendant*
« *toute la période d'émission une hausse des prix*
« *des produits consistant en revenus consommables*
« *et capitaux neufs qui se mesure approximativement*
« *par le rapport du montant de l'émission au mon-*
« *tant du revenu social antérieur* ».

Le phénomène le plus important, et qui est bien vu par Walras, est que la monnaie supplémentaire « augmente la demande d'un côté sans diminution de l'autre ». Mais en indiquant que la monnaie nouvelle crée non pas des capitaux nouveaux, mais une demande nouvelle de capital, Walras ne peut avoir en vue que les biens-capitaux, et non le capital dis-

ponible. Les premiers vont être, en effet, *achetés*, en même temps que les services des facteurs originels de la production, par les entrepreneurs qui disposent déjà effectivement du capital monétaire à cette fin, pour créer de nouveaux biens-capitaux; en ce sens, seulement, ceux-ci restent à créer. Walras, du reste, n'indique pas avec plus de précision si finalement la quantité produite s'en trouvera augmentée; mais c'est pourtant le sens qu'on peut attribuer à ce passage : car il montre plus loin que « l'augmentation de
« la quantité de capital permise par l'émission des
« billets de banque consiste en une augmentation
« dans la quantité non du capital circulant, mais du
« capital fixe... Il suffit de se rappeler que le fonds de
« roulement de la consommation et celui de la pro-
« duction sont déterminés par les conditions de cette
« consommation et de cette production, ainsi
« que par le montant du revenu social, et
« que, par conséquent, ces conditions et ce montant
« ne changent pas, le montant du capital circulant ne
« changera pas non plus ». Walras ne voit pas que, précisément, les conditions de la consommation et de la production auront changé à la suite de la nouvelle distribution entre les demandes respectives des biens de production et des biens de consommation. Mais sa contribution est néanmoins fort originale, et d'autant plus intéressante que c'est probablement sous son influence que Knut Wicksell donnera à la théorie un développement décisif dans une voie toute nouvelle.

Wicksell est en effet le premier à tenter une synthèse des récentes théories du capital et de la théorie générale de la monnaie, dans son livre « Geldzins und Güterpreise » publié en 1898. ⁽¹⁵⁾ Les biens-capitaux, observe-t-il, ne sont pas prêtés « sous forme de monnaie » ; ils sont achetés et vendus avec de la monnaie prêtée. Donc une augmentation de la demande des biens-capitaux réels n'est pas une demande d'emprunteurs, et n'influe donc pas sur le taux de l'intérêt, mais une demande d'acheteurs, qui affecte les prix des marchandises. Alors que la monnaie, qui seule est l'instrument du marché des capitaux, est une quantité élastique, qui peut s'adapter à la demande selon les facultés d'émission des banques. Aussi, le prix des capitaux monétaires, ou taux monétaire de l'intérêt, pourra différer du taux « naturel » de l'intérêt, qui serait celui d'un marché où l'offre et la demande de capitaux se feraient en nature.

Wicksell tirait de cette constatation une théorie des rapports entre l'écart de ces deux taux et le niveau général des prix, à laquelle nous avons déjà fait allusion, et qui n'affecte pas directement, du reste, notre sujet. Cette théorie, plusieurs fois modifiée depuis par Wicksell lui-même, est aujourd'hui à peu près complètement abandonnée, en tant qu'elle fait dépendre la stabilité des prix de la coïncidence entre le taux monétaire et le taux naturel, ⁽¹⁶⁾ dont la définition, du reste, demeure encore très imprécise. Mais l'importance et l'originalité de la contribution de

(15) V. pl. haut, p. 63.

(16) V. pl. bas, p. 135.

Wicksell résident en ce qu'elle indique comment la monnaie peut provoquer un déséquilibre entre l'offre et la demande de capitaux, et par quel mécanisme l'expansion du crédit peut amener une création de capital au delà de l'épargne ordinaire. Cette expansion doit amener les entrepreneurs à affecter une quantité de ressources plus considérables à la production des biens-capitaux, et à allonger la période de production. Dans l'intervalle, par conséquent, une moindre quantité de biens de consommation sera produite. « *L'épargne réelle* nécessaire à l'allongement de la période de production est, en réalité, *forcée*, au moment convenable, pour l'ensemble des consommateurs ». (17)

L'influence de Wicksell sur la théorie monétaire contemporaine est décisive. L. von Mises adapte sa théorie de l'intérêt à l'explication des crises (18), et à la même époque, Joseph Schumpeter fait de la création de crédit et de l'épargne forcée le pivot de sa théorie du capital (19). Mais avant que la pensée de Wicksell ait pénétré largement en Angleterre, (20)

(17) *Op. cit.* p. 155.

(18) *Theorie des Geldes und Umlaufsmittel*, 1^{re} ed. 1912. Trad. anglaise, *The Theory of Money and Credit*, Londres 1934.

(19) *Theorie der Wirtschaftlichen Entwicklung*, 1912. Trad. fr. *Théorie de l'Evolution Economique*. Introduction de F. Perroux, Paris, 1935.

(20) Ou en France. Sans employer le terme d'épargne forcée, M. B. Nogaro a mentionné, au cours de sa critique de la théorie quantitative de la monnaie, le problème de l'influence de la monnaie sur le volume de la production ; un accroissement monétaire crée d'abord « un accroissement de la demande des marchandises

D. H. Robertson analysait d'une manière très développée le phénomène de l'épargne forcée ⁽²¹⁾ : l'originalité de sa contribution consiste principalement dans l'application faite aux crédits « créés » par les banques privées des conséquences générales de l'inflation ordinaire de papier-monnaie. Il devenait ainsi évident que, loin de constituer un cas anormal ou exceptionnel, l'épargne forcée devait être considérée comme la source permanente d'une grande partie des capitaux dans l'économie moderne. Mais F.-A. Hayek, dans une série de conférences retentissantes à Londres en 1931 ⁽²²⁾, affirmait que le capital né de l'épargne forcée ne pouvait pas contribuer de manière durable à l'accumulation progressive, et que ce processus devait nécessairement amener une crise économique et la consommation du capital. En même temps, cette théorie des fluctuations du capital donnait une explication du mécanisme des crises cycliques.

Nous nous efforcerons, dans ce qui suit, d'appliquer à la théorie de l'épargne forcée les résultats

existantes, d'où tendance à la hausse, — puis des facilités données à la production dans la mesure où la demande a porté sur l'acquisition de moyens de production, d'où tendance à la baisse... En facilitant la mise en œuvre de ressources latentes, en favorisant un meilleur agencement des moyens de production, cette richesse souvent immatérielle, et en quelque sorte factice que constitue un instrument monétaire, peut faire naître des richesses véritables. » V. *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Paris 1924, pp. 168-169.

(21) *Money*, 1^{re} éd. Cambridge 1922, chap. v; *Banking Policy and the Price Level*, Londres, 1926.

(22) *Prices and Production*, 2^e éd., Londres 1935.

obtenus dans les chapitres précédents, en tenant compte des contributions les plus récentes contenues dans les ouvrages précités.

II. — L'EXPANSION MONETAIRE ET LES REVÈNUS REELS

Quelle que soit sa cause initiale, qu'il s'agisse d'un accroissement de la production métallique, d'une émission nouvelle de billets de banque ou d'une dépense plus rapide de monnaie préalablement retirée de la circulation (déthésaurisation), une expansion du débit monétaire se manifesterà par l'accroissement des dépenses de certaines catégories sociales.

Imaginons avec Hume ⁽²³⁾ que les encaisses de tous les individus se soient accrues d'une quantité égale; l'accroissement de la quantité de monnaie ne se fera sentir que si les suppléments aux encaisses se mettent à circuler; si même cette hypothèse entre en jeu, et que l'on imagine que toute la monnaie « nouvelle » est aussitôt dépensée, il ne s'ensuivra pas, évidemment, une hausse uniforme de tous les prix; les personnes dont les encaisses sont les plus faibles, c'est-à-dire, en général, celles dont les revenus sont les moindres, ne feront pas les mêmes dépenses que les membres des classes plus riches; et comme le nombre des premières et la somme représentée par leurs nouvelles dépenses, seront généralement beaucoup plus considérables, il est assez probable que les articles

(23) *Op. cit.* pp. 294 ss.

de consommation ordinaire sinon ceux de première nécessité, augmenteront de prix plus rapidement que les autres. Mais il est impossible de déterminer quel sera le mouvement des prix sans connaître la répartition des revenus et les habitudes de consommation, en particulier l'élasticité de la demande pour les différents biens.

Même dans cette hypothèse, par conséquent, certains des membres de la communauté pourraient bénéficier, sous forme d'une consommation réelle accrue, de l'accroissement monétaire de leurs revenus, si celui-ci n'est pas compensé par la hausse des prix des articles qu'ils veulent consommer, ce qui sera le cas pour les articles de consommation faiblement demandés; alors que si tous les revenus étaient égaux, et les habitudes de consommation exactement semblables, aucune amélioration du revenu réel ne serait évidemment possible, en l'absence d'une augmentation de la production des biens de consommation.

Si, en dehors de cette hypothèse, les conditions de répartition des revenus et la rapidité avec laquelle les encaisses sont respectivement dépensées sont effectivement telles qu'une compensation générale se produit entre la hausse des prix et l'accroissement général des dépenses faites avec la monnaie nouvelles, la consommation réelle de chaque membre de la communauté pourra demeurer inchangée. Inversement, si tout le monde thésaurise simultanément, la consommation de chacun correspondant à la nouvelle proportion, réduite, des dépenses, pourrait, de même, ne subir aucune diminution.

Mais en fait une expansion monétaire n'atteindra jamais en même temps tous les membres de la société; que cette accélération de la circulation soit due au désir de tous les membres de la société de se débarrasser plus rapidement de leurs encaisses; mais ce phénomène est relativement rare. Par contre, il arrivera fréquemment que certaines catégories de personnes bénéficient d'un accroissement de monnaie sans que cette monnaie provienne d'un transfert de la part d'autres membres de la société; ou que des sommes d'argent restées longtemps inactives soient soudainement dépensées; dans l'un et l'autre cas se produira une expansion du débit monétaire, et une demande additionnelle de monnaie apparaîtra sur le marché des biens et des services.

Il est évident que les premiers bénéficiaires de l'expansion, — par exemple, les entreprises qui viennent d'obtenir de nouveaux crédits sous cette forme, — pourraient offrir sur ce marché des quantités de monnaie plus grandes qu'auparavant. La demande de certains biens augmentera. L'existence de stocks et la concurrence entre les vendeurs permettra souvent de satisfaire pendant quelque temps cette nouvelle demande sans hausse violente des prix; mais très rapidement, en l'absence de toute possibilité d'une augmentation immédiate de la production des biens demandés, la hausse se fera sentir.

Pour les premiers bénéficiaires de l'accroissement

du débiť monétaire, la hausse, qui ne se manifestera que progressivement, ne diminuera que très peu l'accroissement du pouvoir d'achat réel que représente l'addition à leurs revenus actuels des nouvelles sommes de monnaie. Mais au fur et à mesure que cette monnaie pénètre dans la circulation, et contribue à généraliser et à accroître la hausse, l'avantage réel des bénéficiaires successifs sera diminué en proportion. « Le fait que les variations des prix, des salaires et du taux de l'intérêt qui surviennent à la suite des variations monétaires ne sont ni simultanées, ni proportionnelles, est l'alpha et l'oméga de la théorie de la monnaie ». ⁽²⁴⁾

Dans ces conditions, plus il sera difficile à un individu d'accroître le prix de vente de ses marchandises ou de ses services de manière à amener son revenu monétaire au niveau nécessaire pour maintenir son pouvoir d'achat réel, plus il souffrira de la hausse des prix. Et dans la mesure où cette expansion n'atteint pas simultanément tous les membres de la société, certains ne seront pas en état de prévoir la hausse qu'elle doit nécessairement provoquer; ceux-là subiront alors une réduction involontaire de leur pouvoir d'achat, qui se trouvera moindre, à un certain moment, que celui sur lequel ils avaient précédemment compté. C'est donc à la suite d'erreurs dans leurs prévisions que cette réduction se fera sentir. Elle sera imposée par l'expansion monétaire; le re-

(24) L. v. Mises, *Nationalökonomie*, Genève 1940, p. 505.

tranchement dans la consommation sera « forcé ». La consommation accrue des premiers bénéficiaires de l'expansion ne peut se faire, et ne se fera effectivement, qu'aux dépens de celle des autres.

Tous les titulaires de revenus « fixes » (obligataires, pensionnés, etc.) ou de plasticité limitée (salaires, dans certaines circonstances) seront donc atteints par la hausse des prix. Ce phénomène est suffisamment connu pour nous dispenser d'y insister davantage. Mais l'épargne forcée n'apparaît pas uniquement chez ces revenus seuls. *Elle existera toutes les fois que le revenu obtenu sera moindre que le revenu attendu.*

Mais la hausse *générale* des prix n'est pas une condition nécessaire. Une inflation véritable, — une augmentation du débit monétaire, peut se dissimuler sous un niveau général des prix qui conserve sa stabilité.

En effet, dans une économie progressive, — en particulier dans le cas d'un accroissement rapide de la quantité des biens-capitaux — l'accroissement de la productivité par tête conduit à une augmentation de la quantité des biens et des services vendus. En l'absence d'une augmentation du débit monétaire, il doit nécessairement s'ensuivre une baisse des prix de nombreux produits, se traduisant normalement par une baisse de l'indice *moyen*. Si donc, pendant une période de productivité croissante, le niveau « général » des prix reste stable, on ne peut non seulement rien préjuger des mouvements *relatifs* des prix, mais on doit conclure à l'introduction d'un courant

de monnaie supplémentaire. En pareil cas, les revenus réels qui auraient dû augmenter en cas de baisse des prix, sont frustrés des bénéfices du progrès économique par le maintien du niveau antérieur; bénéfices qui seront distraits à leur dépens par tous ceux qui dépensent les premiers la nouvelle monnaie. Comme épargner ne signifie pas nécessairement, nous l'avons vu, diminuer absolument sa consommation courante, mais aussi renoncer à consommer un accroissement de revenu, on doit admettre que le phénomène d'épargne forcée est indépendant de toute hausse générale des prix. Il est déterminé non par les variations de la valeur de la monnaie, mais par celles du *volume* de la monnaie, — ou plus correctement, du débit monétaire. ⁽²⁵⁾

(25) C'est l'économiste suédois Davidson qui indiqua, dans une critique de la théorie Wicksell, qu'une inflation monétaire pouvait coïncider avec des prix stables (Wicksell, *Lectures on Political Economy*, t. II. p. 199). Selon Wicksell le taux naturel de l'intérêt, défini comme celui qui équilibre exactement l'offre et la demande de capitaux, doit également régler la circulation monétaire de manière à stabiliser les prix. Mais puisque cette stabilité exige en période de progressivité, une augmentation de la circulation monétaire, il est évident que le taux monétaire qui correspondra à des prix stables ne coïncide pas avec le taux naturel, mais doit lui être inférieur; en pareil cas, et à la suite de la variation du volume de la monnaie, il y aura déséquilibre entre l'offre et la demande d'épargne. Ce fait a été souligné par Hayek (*Monetary Theory and the Trade Cycle*, p. 112 et ss. V. aussi Robertson, *Money*, ed. 1932 p. 98), qui a démontré ainsi, malgré l'opinion générale à cette époque, que la stabilité « rassurante » des prix américains après 1925 dissimulait une dangereuse inflation de crédit. A la suite de cette expérience, il est évident qu'il ne suffit pas de « stabiliser » les prix pour éviter des phénomènes

L'imprévision des mouvements futurs des prix peut assurément diminuer avec l'expérience acquise chez le public. Mais il arrive que l'incompréhension du phénomène subsiste, même au milieu de ses manifestations les plus flagrantes. Bresciani-Turroni cite à cet égard des exemples significatifs ⁽²⁶⁾ : pendant la dépréciation du mark allemand, les tarifs des chemins de fer avaient une allure tout à fait erratique, en dépit de la continuité de la hausse des prix; le prix-or d'un parcours de 3^e classe était (pour une base 1913=100) de 3 en Novembre 1922, remontait à 58,4 en Septembre 1923, retombait 15 jours plus tard à 6,9. Pour le prix des timbres-postes, on constatait une incohérence analogue : sur une base 1913=100, ces prix étaient respectivement : en Septembre 1919, de 78,5, en Décembre 1922, de 5,7, en Août 1923, de 1,2, au début d'Octobre 1923, de 14, fin Octobre, de 0,7. Ces disparités ne peuvent évidemment s'expliquer que par l'incompréhension totale des autorités qui fixaient les prix.

Il va de soi que le phénomène sera d'autant plus prononcé que les pertes consécutives à la réduction de la valeur des recettes seront moins immédiatement sensibles. Partout où une organisation administrative ou corporative se substitue à l'entreprise privée pro-

générateurs de crise; cette stabilité n'est généralement obtenue dans une période de progrès économique rapide que si les banques procèdent à une expansion de crédit. V. Mises, *Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik*, Iéna, 1928, p. 71.

(26) *Op. cit.* p. 71.

prement dite, les décisions relatives aux prix seront déterminées par des règlements qu'il sera souvent malaisé de modifier pour les adapter aux variations générales, et d'autre part, les décisions seront prises par des personnes dont le revenu n'est pas toujours directement affecté par les profits de l'entreprise. A un autre point de vue, tous les procédés de réglementation des salaires, et, d'une manière générale, toute l'évolution juridique et politique du XX^e siècle, tendant à substituer le système du statut à celui du contrat, sont autant de facteurs de rigidité qui accentuent les difficultés d'adaptation des prix et des revenus réels aux conséquences des variations monétaires.

Le phénomène que nous venons d'indiquer est donc, en fin de compte, un prélèvement par les bénéficiaires de la nouvelle monnaie, — sous quelque forme que ce soit, — sur les revenus réels les moins facilement adaptables. Il s'opère, selon l'heureuse expression de Schumpeter, « une compression du pouvoir d'achat présent » de ces revenus ⁽²⁷⁾. Comme l'avait déjà observé Mill, « une hausse générale et permanente des prix ne peut jamais bénéficier à quelqu'un, qu'aux dépens de quelqu'un d'autre ». ⁽²⁸⁾ Mais l'expression d'épargne forcée n'est pas très satisfaisante : il s'agit bien, sans doute, d'une réduction involontaire du revenu réel, et donc, en général, de la consommation, mais, à la différence de l'épargne, en tant que consommation différée, le revenu ainsi

(27) *Op. cit.*, p. 379.

(28) *Principles*, Livre III, ch. XIII, § 5.

« épargné » n'est *pas* restitué aux titulaires de ces revenus, si ce n'est au moment où une baisse des prix intervenant ultérieurement accroît de manière équivalente leur pouvoir d'achat réel. En outre, à la différence de l'épargne créatrice, l'épargne forcée ne crée *au bénéfice de ceux qui la subissent* aucune source permanente de revenu. Il ne s'agit pour eux que de l'aspect négatif de l'épargne.

Ce terme comporte toutefois un sens supplémentaire qui correspond à une phase distincte de la précédente. Une personne qui voit son pouvoir d'achat diminuer peut réagir de deux manières : ou bien elle cherchera à maintenir sa consommation au même niveau, et, par suite, elle dépensera une plus grande partie de son revenu monétaire en biens de consommation, et pourra même être amenée à entamer son capital, ce qui est donc exactement le contraire de l'épargne; en général, ceci la conduira à réduire le niveau de son encaisse monétaire. Ou, au contraire, elle agira de manière à conserver constamment cette encaisse au même niveau, ou même à ramener sa valeur *réelle* au niveau antérieur à la hausse ⁽²⁹⁾; en pareil cas, elle consacrera à la dépense une moindre somme d'argent, et l'épargne-réserve ainsi constituée peut donc être considérée comme forcée par la hausse

(29) D. H. Robertson (*Banking Policy & the Price Level*, p. 49.) désigne ce phénomène du nom de « rationnement incité » (« *induced lacking* ») par opposition à celui de « rationnement automatique » (« *automatic stinting* ») réservé à l'épargne forcée telle que nous l'avons d'abord définie.

des prix. Mais, pas plus que dans le cas précédent elle n'accroîtra son capital à la suite d'une épargne positive.

III. — LA CREATION DU CAPITAL

Telle que nous venons de la décrire, l'épargne forcée n'est encore qu'un simple transfert de biens. Si l'expansion monétaire peut aboutir à la création de capitaux, le nom d'épargne sera justifié à un nouveau point de vue : car dans ce cas, la restriction de la consommation imposée à certaines catégories sociales permettra la libération de forces productives correspondantes, et aboutira, comme l'épargne ordinaire, à la formation d'un capital. Celui-ci n'est pas, sans doute, une source de revenus *pour les épargnants* « *forcés* » ; mais le stock social des biens-capitaux s'en trouvera finalement augmenté.

Quelle est alors la condition nécessaire pour qu'une expansion monétaire amène, outre une nouvelle répartition dans la répartition des biens, une augmentation de leur production totale ?

Il est évident que la création de capital dépend, comme l'avaient observé Cantillon, Bentham et Malthus, *du point où la monnaie additionnelle fait sentir ses effets*. Selon qu'elle sera dépensée d'abord par des producteurs ou par des consommateurs, ses conséquences seront opposées. On ne peut donc jamais préjuger des suites générales d'une expansion monétaire.

Considérons-la d'abord lorsqu'elle procède par la voie des producteurs. Le cas le plus ordinaire sera celui d'une augmentation des crédits alloués aux entreprises, en quantité supérieure à celle de l'épargne monétaire volontaire, — que celle-ci s'investisse à travers le marché monétaire, ou directement sur celui des titres. Nous avons vu au chapitre précédent la condition de cet excès : c'est l'élasticité, spontanée ou provoquée, du débit monétaire. On pourra dire alors que le volume des investissements est supérieur à celui des épargnes.

A. — ÉPARGNES ET INVESTISSEMENTS.

On sait que J.-M. Keynes a fait de la distinction entre ces deux catégories le thème central de sa théorie de la monnaie, telle qu'il l'a exposée en 1930, dans le « *Treatise on Money* ». Mais les définitions assez particulières qu'il en donnait alors étaient telles que l'excès des investissements sur les épargnes équivalait exactement aux profits des entreprises, et leur défaut, inversement, aux pertes ⁽³⁰⁾. Dans un ouvrage plus récent ⁽³¹⁾, il a abandonné complètement sa position précédente et considère désormais que les investissements sont toujours et nécessairement en quantité exactement égale aux épargnes. Mais cette iden-

(30) *A Treatise on Money*, vol. I, livre III, pp. 171 et ss.

(31) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Londres 1936. V. aussi notre étude : *La théorie Générale de M. Keynes*. Revue d'Economie Politique, Nov. Déc. 1937, pp. 1559 et ss.

tité, purement formelle, n'est que la conséquence des définitions particulières adoptées.

« Si l'on admet, écrit-il ⁽³²⁾, que le revenu est égal
« à la valeur de la production courante, que l'investis-
« sement courant est égal à la portion non con-
« sommée de cette production courante, et que
« l'épargne est égale à l'excès du revenu sur la con-
« sommation... l'égalité de l'épargne et de l'investis-
« sement s'ensuit nécessairement. En bref :

« Revenu = Valeur de la production = Consom-
« mation + Investissement ;

« Epargne = Revenu — Consommation ;

« Donc, Epargne = Investissement. »

Il s'agit donc ici de la *valeur réelle* de ces différentes catégories ; et, d'après ces définitions, il est évident que la valeur réelle des biens non consommés est égale à la différence entre la production totale et les biens consommés pendant la même période. Mais tout le problème est de savoir si l'épargne *monétaire*, c'est-à-dire l'ensemble des sommes d'argent non dépensées en biens de consommation, est égale à l'investissement *monétaire*, c'est-à-dire à l'ensemble des sommes d'argent dépensées, pendant la même période, à l'achat de biens-capitaux.

Si donc l'épargne est définie comme la différence entre le revenu monétaire pendant une certaine période, et les dépenses de consommation pendant la même période ; et l'investissement comme toutes les

(32) *Op. cit.* p. 63.

dépenses en biens autres que de consommation, il ne s'ensuivra pas que pour un seul individu, l'investissement soit égal à l'épargne ; car les sommes non dépensées en biens de consommation pourront, notamment, être dépensées ou ne l'être pas du tout ; la partie dépensée, égale par définition à l'investissement fait par l'individu considéré, correspond à son épargne créatrice ; le reste correspondra, en ce qui le concerne, à son épargne-réserve, c'est-à-dire à son encaisse monétaire non dépensée.

La possibilité de cette divergence est explicitement admise par certains des partisans de la nouvelle théorie de Keynes, en particulier par M. A.-P. Lerner ⁽³³⁾. Mais celui-ci affirme en outre que cette identité, contingente pour un individu, devient nécessaire pour l'économie tout entière.

Voici comment il raisonne. L'épargne globale, S , est la différence entre la somme de tous les revenus, Y , et les dépenses de consommation, C . La somme de tous les revenus est égale à la somme de toutes les dépenses, puisque ces dépenses ne sont pas autre chose que les paiements dont la réception constitue les revenus. La somme de tous les paiements doit être égale à la somme de tous les revenus de la même période, du moment que toutes deux ne sont qu'une seule et même chose, vue sous des angles différents. La somme des dépenses de toutes les catégories, égale à Y , doit donc être égale à C (somme des

(33) *Saving equals Investment*, Quarterly Journal of Economics, Février 1938, p. 298.

dépenses de consommation) plus I (somme de toutes les autres dépenses, donc des dépenses en biens de production). De $Y = C + I$, on tire $Y - C = I$. Or $Y - C = S$ par définition. Donc $S = I$. La somme des épargnes de tous les individus est égale à la somme de leurs investissements.

Or, s'il est exact que la somme des revenus de la communauté pendant une période donnée (aussi petite que l'on veut) est égale à la somme des paiements faits pendant cette « période », la somme des dépenses faites *sur ces revenus* ne peut évidemment être faite *qu'au cours de la « période » suivante*, — ou si l'on préfère, de l'instant suivant, puisque cette dépense ne peut qu'être consécutive au paiement qui constitue le revenu qui en est lui-même la source. Mais selon le raisonnement de Lerner, non seulement tous les revenus proviennent de tous les paiements ; *mais tous les paiements proviennent de tous les revenus*. Ceci revient à admettre qu'il n'est fait aucun paiement en monnaie qui ne soit prélevé sur un revenu préalablement payé à l'auteur du paiement. Selon cette hypothèse, non seulement les investissements seraient égaux aux épargnes, *mais la totalité des revenus monétaires seraient constante*. Il n'y aurait ni apparition ni disparition de monnaie, — à moins de traiter une addition de monnaie nouvelle comme un revenu au même titre que les autres, ce qui serait non seulement un abus de terminologie, mais une confusion complète entre deux phénomènes qu'il est indispensable de distinguer.

Si je crée *ex nihilo* une certaine somme de monnaie et que j'achète des biens de production, je fais un investissement qui non seulement ne vient pas de mon épargne (puisqu'il ne provient pas d'un revenu provenant lui-même d'un paiement antérieur), mais s'ajoute aux dépenses totales de la communauté en biens de production, — aux investissements — sans qu'à ce moment les paiements des autres membres en soient affectés autrement que par une réduction de leur pouvoir d'achat, — par un phénomène d'épargne forcée — qui représente précisément l'excès des investissements sur les épargnes volontaires du reste du public. Sitôt ce paiement fait, il constituera un revenu et augmentera par conséquent la masse totale des revenus de l'instant suivant.

L'erreur dissimulée dans la formule de Lerner s'explique aisément si l'on reconnaît que le revenu monétaire, Y , n'est pas constant, mais varie dans le temps. Soit à l'instant t_0 le revenu Y_0 constitué par tous les paiements faits à cet instant. Les paiements faits à l'instant suivant t_1 sont évidemment, *non pas ceux qui ont constitué le revenu Y_0 , mais ceux qui ont leur source dans ce revenu, et, le cas échéant, dans une apparition de monnaie nouvelle*. Ces paiements se décomposent en dépenses de consommation C_0 et en dépenses de production I_0 , et constituent, *non le revenu Y_0 , mais un nouveau revenu Y_1* , qui se forme à l'instant suivant t_1 . On a donc : $I_0 + C_0 = Y_1$, d'où $I_0 = Y_1 - C_0$, et non pas $Y_0 - C_0$. Cette dernière

quantité représente par définition l'épargne S_0 , différence entre le revenu précédent Y_0 et les dépenses nouvelles de consommation C_0 faites avec ce revenu. Donc, pour que S_0 soit égal à I_0 , il faudrait que Y_0 soit égal à Y_1 , autrement dit que la somme des revenus monétaires soit constante dans le temps, ou que le débit monétaire soit invariable.

Sinon, deux cas peuvent se produire : l'épargne peut être intégralement ou partiellement dépensée ; la monnaie, qui n'est pas dépensée en biens de consommation, peut n'être pas dépensée du tout. En pareil cas, les encaisses liquides augmenteront. L'excès des épargnes sur les investissements sera dû à une diminution du débit monétaire, — le plus souvent à ce que nous avons appelé un ralentissement de la vitesse moyenne de la circulation (Thésaurisation). On aura $Y_1 < Y_0$. Inversement, les dépenses en biens de production pourront excéder le total des épargnes si une partie de ces dépenses est faite avec de la monnaie « nouvelle », c'est-à-dire avec des sommes qui, au lieu d'avoir été prélevées sur les revenus de l'instant précédent, proviennent d'une diminution du niveau des encaisses, ou de création de monnaie. On aura alors $Y_1 > Y_0$, et les investissements seront en excès des épargnes.

M. N. Kaldor a critiqué la notion d'épargne forcée d'un point de vue analogue à celui de M. Lerner, mais sous une forme un peu différente ⁽³⁴⁾. « Au sens strict,

(34) *Capital Intensity and the Trade Cycle*, Economica, Février 1939, pp. 62 et ss.

« écrit-il, il n'y a rien de tel que l'épargne forcée...
« Etant donné que le niveau du revenu est déterminé
« au point où le volume des épargnes est égal aux
« taux courant des investissements, quel qu'il soit,
« toutes les épargnes doivent être volontaires ; car si
« la communauté désirait épargner plus ou moins
« qu'elle ne fait, le revenu total serait plus ou moins
« élevé qu'il n'est. Le seul fait que le revenu est ce
« qu'il est, est la preuve que le public n'épargne pas
« plus qu'il ne désire. »

N'insistons pas sur la confusion manifeste ici commise entre le revenu réel total de la communauté, et le revenu des particuliers qui subissent l'épargne forcée. Nul ne songe à nier que la compression de ces derniers revenus n'augmente de manière équivalente ceux des bénéficiaires de l'accroissement monétaire. Mais on ne peut comprendre l'affirmation selon laquelle toutes les épargnes de la communauté sont finalement volontaires que dans le sens suivant : si les bénéficiaires de l'accroissement monétaire le dépensent en biens de production au lieu de le consommer immédiatement, il s'agit alors d'une restriction volontaire de leur consommation : la monnaie nouvelle est dès son emploi, l'objet d'une épargne volontaire ; tous les investissements sont donc faits avec de l'épargne volontaire, puisque la monnaie avec lesquels sont achetés les biens de production aurait pu être dépensée en biens de consommation. ⁽³⁵⁾

(35) Cette manière de voir paraît également adoptée par R. Strigl, *Kapital und Produktion*, Vienne 1934, p. 195).

Cette conception n'est pas logiquement inadmissible. Mais elle dissimule, sans le résoudre, le problème de la réduction forcée de la consommation à laquelle l'expansion monétaire soumet les revenus peu élastiques, et qui permet la formation du capital libre. En outre, ce phénomène sera le même s'agissant d'un investissement provenant d'une épargne volontaire ; car, nous l'avons vu, l'épargne-réserve accompagnant l'épargne-créatrice à chaque étape de la formation du capital, c'est dans la mesure où les entrepreneurs ne la dépensent pas à des fins improductives, — notamment à l'acquisition de biens de jouissance, — que l'investissement peut finalement aboutir à la formation d'un bien de production. La monnaie est alors toujours épargnée « volontairement » par les entrepreneurs au cours de l'investissement. Mais dans un cas, cette « épargne » succède à une épargne volontaire initiale prélevée sur un revenu ; tandis que dans l'autre, elle vient entre les mains de l'entrepreneur à la suite d'un accroissement du débit monétaire qui comprime les revenus de certaines catégories de personnes, entièrement étrangères par ailleurs au processus de l'investissement considéré. Et cette différence essentielle a des conséquences fondamentales pour la formation du capital, selon qu'elle vient de l'une ou de l'autre source.

B. — LES VARIATIONS DE LA STRUCTURE DE LA PRODUCTION.

On voit pourquoi l'offre de capital monétaire n'est pas nécessairement identique au montant de l'épar-

gne courante. De sorte que, dans la mesure où le capital libre mis à la disposition des entreprises provient d'une expansion de crédit qui fait saillie sur l'épargne ordinaire, les décisions relatives au volume des investissements à mettre en train seront prises indépendamment des intentions réelles du public épargnant. Mais du point de vue de l'entreprise qui emprunte, il est naturellement impossible de faire un départ entre les crédits qui viennent de l'épargne ordinaire, et ceux fournis par l'accroissement du débit monétaire, — d'autant moins, nous l'avons vu, que les banques dont vient l'offre de crédit sont elles-mêmes incapables de faire cette distinction. « Ce qui
« se passe, en substance, c'est que les banques ont
« transféré aux hommes d'affaires du pouvoir
« d'achat, et au moyen du pouvoir d'achat, des va-
« leurs réelles, sous forme de marchandises, de ser-
« vices, etc., appartenant autrefois à d'autres person-
« nes. Elles l'ont fait en donnant de nouveaux instru-
« ments monétaires aux hommes d'affaires sans tou-
« cher à ceux que détenait le reste de la population ;
« et tout se passe comme si elles avaient pris ces
« instruments au reste de la population pour les
« donner aux hommes d'affaires. » (1)

L'expansion monétaire initiale s'accompagne toujours d'une baisse du taux monétaire de l'intérêt. Car le volume des crédits demandés est déterminé par les prévisions des entrepreneurs relatives à la renta-

(36) Pigou, *Industrial Fluctuations*, Londres 1929, p. 141.

bilité des investissements projetés, c'est-à-dire aux écarts entre les prix des produits de leurs investissements respectifs, et des produits du stade suivant de la structure de la production. Le taux de l'intérêt du marché sert ainsi à faire le départ, non pas exactement entre les investissements rentables et les autres, mais entre les investissements de rentabilité différente *selon les prévisions des entrepreneurs*.

« L'intérêt de l'argent, écrivait déjà Ricardo ⁽²⁾, ne
« se règle pas d'après le taux auquel la banque veut
« prêter, que ce soit 5, 4 ou 3 pour cent, mais bien
« d'après le taux des profits qu'on peut retirer de
« l'emploi des capitaux, et qui est tout à fait indé-
« pendant de la quantité ou de la valeur de l'argent.
« Qu'une banque prête un, dix ou cent millions,
« cela n'apportera aucun changement au taux cou-
« rant de l'intérêt ; la banque ne fera que changer
« la valeur de la monnaie qu'elle mettra ainsi en
« circulation. Dans l'un de ces cas, il en faudra dix
« ou vingt fois moins pour faire un certain commerce
« qu'il n'en faudrait dans l'autre. La demande d'ar-
« gent à la banque dépend donc du taux des profits
« qu'on peut retirer de son emploi comparé avec le
« taux d'intérêt auquel la banque le prête. Si elle
« prend moins que le taux courant de l'intérêt, elle
« peut prêter indéfiniment. Si elle prend plus que ce
« taux, il n'y aura que des dissipateurs et des prodi-
« gues qui consentent à lui emprunter. »

(37) *Principes*, Chap. xxvii, Edit. Guillaumin, p. 338.

Le taux courant de l'intérêt dont parle ici Ricardo est évidemment celui qui correspond à la productivité marginale escomptée du capital ; si les prévisions des entrepreneurs étaient rigoureusement exactes, ce taux serait le même que le taux « naturel » défini par Wicksell, comme celui qui équilibre exactement l'offre et la demande des capitaux. L'élasticité du crédit permet d'abaisser le taux monétaire de l'intérêt, — celui qui est effectivement coté sur le marché des capitaux, — au-dessous de ce taux naturel ; car en pareil cas, de nouveaux investissements, insuffisamment rentables au taux précédent, pourront être mis en train, et le volume additionnel de crédit sera aussitôt absorbé par le marché. Car si à l'offre de crédit ne correspondait aucune demande, le taux du marché ne tarderait pas à tomber à zéro.

Le mécanisme de la formation du capital sera dès lors, dans sa première phase, analogue à celui de l'épargne ordinaire ; les mêmes mouvements *relatifs* des prix se produiront à la suite de la demande accrue dans les stades antérieurs de la production. Toutefois, *comme à cet accroissement ne correspond, dans notre hypothèse, aucune diminution dans la demande monétaire des biens de consommation*, les prix de ces biens ne baisseront pas, — bien au contraire : ils monteront peu à peu à la suite de la demande accrue par les nouveaux revenus distribués au cours des nouveaux investissements. Mais au début, la hausse relative des prix dans les stades supérieurs sera plus ample, et plus violente, par suite de la concurrence

immédiate entre les entreprises comme acheteurs : elle détournera donc des industries de consommation une certaine quantité de facteurs de faible spécificité. Aussi, la répartition nouvelle du pouvoir d'achat provoquée par l'expansion monétaire ne se traduira pas seulement par une répartition nouvelle de la consommation, une quantité plus considérable étant désormais consommée par les uns aux dépens de ceux qui subissent l'épargne forcée ; car en ce cas, au capital monétaire nouveau ne correspondrait aucun capital libre réel, aucune libération possible de forces productrices. Il se produira donc, en outre, une restriction nette de la production des biens de consommation.

Mais deux particularités distinguent déjà ce mécanisme de celui de l'épargne ordinaire.

En premier lieu, les mouvements des facteurs de production se produiront principalement entre les différents stades antérieurs. Selon Hayek, qui a donné une analyse détaillée de ce phénomène ⁽³⁸⁾, les crédits additionnels dépensés par les producteurs commenceront par modifier la répartition existante de la demande entre biens de production et biens de consommation au profit des premiers, bien que la demande monétaire des seconds n'ait pas varié en valeur absolue. Des facteurs de production seront libé-

(38) *Prices and Production*, Chap. III, passim, surtout pp. 79 ss. L'analyse de Mises dans son dernier ouvrage (*Nationalökonomie*, 1940, pp. 502 ss.) est analogue en ce qui concerne cette phase du mécanisme.

rés des stades postérieurs vers les stades antérieurs. De même que dans le cas de l'épargne ordinaire, il se produira un étirement de la hauteur du triangle de la production correspondant à une augmentation de la quantité des biens intermédiaires en voie d'achèvement, et à un allongement de la période moyenne de production.

Mais en outre, la proportion des facteurs originels de production (terre et travail) employés par les entreprises qui existaient avant l'apparition des crédits additionnels subira une modification ; ces entreprises auront un avantage, à la suite de la baisse du taux de l'intérêt, à employer une plus grande proportion de capital pour réduire leur prix de revient, et ce sans étendre nécessairement leur dimension, ni par conséquent leur production. Elles absorberont donc des biens intermédiaires des stades postérieurs, et libèreront des facteurs originels de production. Il se produit alors une conversion progressive de capital circulant en capital fixe. « Les facteurs originels de production, et les biens de production non spécifiques nécessaires aux nouveaux stades de la production, seront libérés par la transition, causée par la hausse des prix de ces biens dans les entreprises existantes, à des méthodes de production plus capitalistiques. » ⁽³⁹⁾

De toute manière un certain nombre de ressources, préalablement destinées à accroître la production consommable, seront retirées vers des stades anté-

(39) Hayek, *Op. cit.* p. 87.

rieurs et serviront à accroître la quantité des biens intermédiaires ; très rapidement, la production des biens de consommation commencera à décroître.

Mais, — et c'est la deuxième particularité de l'épargne forcée dans la formation des capitaux, — bien que la structure de la production soit devenue plus capitalistique, alors que dans le cas de l'épargne ordinaire, seule la répartition de la monnaie avait varié, le débit monétaire global s'est ici accru en même temps que sa répartition se modifiait ; de sorte que la demande monétaire pour les biens de consommation reste inchangée, malgré l'accroissement du courant monétaire dans les stades supérieurs. Dans le premier cas, la base du triangle représentant la valeur en monnaie de tous les biens de consommation, avait diminué en même temps que grandissait sa hauteur ; dans le cas présent, cette base est restée la même. Dans le premier cas, la demande des biens de consommation demeurerait réduite pendant toute la durée d'achèvement des nouveaux investissements ; et à leur achèvement, cette demande suffirait à absorber le surplus des biens consommables, grâce à l'accroissement de la productivité imputable aux nouveaux investissements, à des prix diminués, de sorte que le revenu réel des consommateurs avait finalement augmenté ; dans le cas présent, le revenu réel consommable a diminué, *mais sans que diminue le revenu monétaire* ; la diminution de la consommation est subie involontairement. On peut donc admettre que, lorsqu'augmentera le revenu

monétaire de ces consommateurs, ils chercheront aussitôt à ramener leur consommation au niveau antérieur en consacrant le surplus du revenu monétaire à des dépenses de consommation.

Les conséquences de cette particularité apparaîtront dans la suite. Pour l'instant, la production des biens capitaux mise en train par les nouveaux crédits a pris son essor. Bien plus : en présence de la hausse des prix, les entreprises voient se multiplier les commandes et se confirmer leurs perspectives de vente, et sont encouragées à élargir leur production, de sorte que la demande de capitaux est indirectement renforcée.

III. — LA CONSOMMATION DU CAPITAL

A. — LA CRISE ET LA PÉNURIE DE CAPITAUX.

Mais cette demande est accrue d'une autre manière, du fait même de la hausse des prix ; car les entreprises découvrent, au fur et à mesure de cette hausse, qu'il leur faut davantage de crédits pour couvrir leurs dépenses. En même temps, la hausse atteint les industries de consommation. Pour pouvoir entrer en concurrence avec elles dans l'achat des biens capitaux et des facteurs de production qui leur sont nécessaires, les entreprises de biens de production doivent offrir des prix relativement encore plus élevés. De sorte que si elles désirent accroître leur capital, il

leur faut emprunter non seulement des quantités croissantes : mais le volume du crédit nécessaire *doit croître à un taux croissant* ⁽⁴⁰⁾.

Il est évident qu'avant même que ce développement ait pris une grande extension, des considérations de liquidité bancaire provoqueront un arrêt de l'expansion du crédit, sous forme d'une hausse du taux de l'intérêt. Mais même si la politique du crédit suivie par les autorités monétaires était favorable à un approvisionnement continu des entreprises en argent à bon marché, le mouvement déclenché aboutirait rapidement à une hausse incontrôlable des prix, aggravée des facteurs d'accélération de la vitesse de circulation qui surviennent au cours des phases avancées de l'inflation ⁽⁴¹⁾.

Donc, tôt ou tard, le processus d'expansion doit prendre fin. Mais la cause de cette interruption n'est pas nécessairement d'ordre exclusivement monétaire ou bancaire ⁽⁴²⁾. Les rajustements de la structure de la production modifiée par l'épargne forcée permettent d'en donner une autre explication.

Nous avons vu que la monnaie investie passe pro-

(40) Hayek, *Capital and Industrial Fluctuations*. Economica, Juin 1934.

(41) Robertson, *Banking Policy and the Price Level*, pp. 75-76.

(42) Comme le soutient notamment Hawtrey. Voir aussi l'analyse des théories « purement monétaires » du cycle économique, dans Haberler, *Prospérité et Dépression*, Société des Nations, 1937, pp. 23 ss. Selon Hawtrey, les obstacles à une expansion permanente sont exclusivement d'ordre institutionnel, comme les règles imposées aux Banques d'Emission par le système de l'étalon

gressivement aux mains des consommateurs, sous forme de salaires et de paiements de toutes sortes pour l'achat de biens capitaux intermédiaires. Au fur et à mesure de l'expansion, il se produira donc une concurrence accrue entre les entreprises des stades antérieurs et postérieurs au fur et à mesure qu'augmentera la demande des consommateurs. Or, on peut supposer que ceux des consommateurs qui ont subi une restriction forcée de leur pouvoir d'achat, utiliseront l'accroissement de leur revenu monétaire pour ramener leur consommation à son niveau antérieur : *ils chercheront à rétablir la proportion qui existait avant l'expansion monétaire entre leur épargne et leurs dépenses de consommation*. De sorte que la demande des biens de consommation subira une nouvelle impulsion ⁽⁴³⁾.

Or, dans l'intervalle, la production des biens de consommation a diminué. Quel que soit le revenu monétaire des consommateurs, ils ne pourront jamais consommer plus de biens qu'il n'en existe effectivement. La proportion établie au début par l'expansion monétaire entre la demande globale des biens de production et celle des biens de consommation aura tendance à se renverser : les facteurs de pro-

or. Mais même en l'absence de toute réglementation de cette nature, il paraît évident que l'expansion du crédit pourrait aller rapidement assez loin pour annihiler complètement la valeur de la monnaie.

(43) C'est ce phénomène qui constitue, nous semble-t-il, l'élément central de la théorie de Hayek. *V. Prices and Production*, p. 89.

duction les moins spécifiques seront attirés par l'écart des prix vers les stades postérieurs.

Cette situation équivaut à un retour vers des méthodes de production moins capitalistiques, vers des processus plus courts. La base du triangle de la production s'élargira, et sera donc plus large encore qu'à l'origine, — le total des dépenses effectuées dans les industries de consommation étant plus considérable. Sa hauteur diminuera, exprimant une réduction de la quantité des biens intermédiaires en voie d'achèvement. Il y aura diminution du capital.

La demande accrue des consommateurs représente en réalité une insuffisance du capital libre. Car les investissements mis en train au moment de l'expansion monétaire ne peuvent être menés à terme que si dans l'intervalle les entreprises ont continuellement alimentées en capital disponible ⁽⁴⁴⁾. Pour les entreprises, ce renouvellement se présente sous forme de crédits en monnaie. Elles doivent compter, lorsqu'elles commencent un investissement, sur un courant de crédit durable au taux de l'intérêt existant.

En termes de biens réels, ceci veut dire que la proportion entre la consommation et la production doit être telle que pendant toute la période d'attente, les entreprises qui produisent des biens intermédiaires pourront compter sur une quantité suffisante de ressources distraites des industries de consommation. Si

(44) V. pl. haut, p. 55.

la production de ces dernières s'accroît, elle absorbera des ressources, désormais indisponibles.

L'insuffisance de capital libre est bien, en fin de compte, une insuffisance du « fonds des subsistances » ⁽⁴⁵⁾ ; mais cette insuffisance est relative aux fluctuations de la demande des biens de consommation. Le fonds des subsistances, — c'est-à-dire la production continue des biens de consommation, doit suffire aux besoins du public pendant toute la durée d'achèvement des investissements nouveaux. Si ce fonds ne suffit plus à la demande, une partie des investissements en cours devra être abandonnée, pour que les ressources correspondantes puissent être consacrées à l'accroissement des biens de jouissance immédiate.

Ceci ne signifie pas qu'un stock de biens de consommation ait été préalablement accumulé pour être consommé pendant la période d'attente. L'épargne, volontaire ou forcée, a pour effet de réduire immédiatement la production totale des biens de consommation. La production réduite doit dès lors suffire aux besoins courants, étant donné la nouvelle proportion entre dépenses de consommation et dépenses d'épargne. Le capital libre augmentera, non pas du fait d'une augmentation de la production consommable, mais au contraire du fait de la résolution des épargnants d'en consommer une quantité moindre. Et cette proportion détermine exactement la durée

(45) Mises, *The Theory of Money and Credit*, p. 360.

possible des processus de production des investissements en cours.

Si la proportion entre épargne et consommation n'est pas stable, soit parce que les fluctuations de l'épargne volontaire sont très violentes, — soit, ce qui sera plus fréquent, parce que la restriction subie par de nombreux consommateurs est involontaire, et cessera dès qu'ils auront les moyens monétaires suffisants, la période nécessaire à l'achèvement des investissements entrepris sera trop longue, relativement à la quantité de capital libre. A un moment donné, cette insuffisance se fera sentir par une hausse du taux de l'intérêt et une restriction des crédits disponibles; les investissements entrepris sur la foi du maintien du taux courant ne seront plus rentables. Ils devront être abandonnés en cours de route. *L'arrêt des investissements est alors « forcé », imposé aux entreprises par l'incompatibilité de leurs projets et des décisions des consommateurs.*

Telle est la manifestation du phénomène de « pénurie des capitaux », généralement observé à la suite des inflations, et au moment du renversement de la phase ascendante du cycle économique ⁽⁴⁶⁾. Bien qu'il s'agisse d'un ralentissement de l'approvisionnement des entreprises en capital libre, la conséquence sera généralement une dilapidation importante de biens capitaux. Il est parfois difficile de faire admettre que cette situation équivaut à une destruction réelle de

(46) Haberler, *Op. cit.*, pp. 50 ss.

richesses, parce qu'à la suite de l'expansion de crédit, l'outillage industriel s'accroît et se perfectionne de sorte que, même après la crise, le matériel nouvellement installé subsiste, et donne l'impression d'un enrichissement définitif de l'appareil productif. Mais la valeur de cet outillage ne dépend pas de sa consistance matérielle : il est fonction de sa rentabilité économique, c'est-à-dire du rapport des coûts marginaux aux prix. Si, d'une part, le capital ne peut être obtenu qu'à un taux trop élevé, — si, d'autre part, et pour la même raison, la demande a diminué, pour les produits des entreprises considérées (parce qu'elle a augmenté dans les stades plus rapprochés de la consommation), le coût de production et d'entretien sera supérieur à la productivité marginale. La signification économique de l'outillage neuf a donc disparu, en dépit de sa survivance physique.

L'abandon de certains investissements ne signifie pas, du reste, que les constructions existantes seront toujours matériellement inachevées. Ainsi, une entreprise peut être entièrement prête à fonctionner au point de vue technique, et constituer néanmoins un échelon dans un processus d'investissement resté lui-même incomplet. Il suffit que les biens qu'elle était destinée à produire ne puissent plus être utilisés dans les stades suivants, faute de capitaux. Même dans le cas où les calculs de certains entrepreneurs relatifs à la période technique de construction de sa nouvelle entreprise (ou de son extension) se révèlent exacts, l'investissement matériellement terminé sera inuti-

lisible s'il fait partie d'une chaîne qui n'est pas elle-même complètement terminée. Aussi, l'existence du plus magnifique outillage qui soit peut coïncider, — et a coïncidé visiblement au cours des années 1930 à 1934, — avec une dépression économique généralisée.

L'outillage existant n'est rentable que si les capitaux fixes qui le constituent sont partie intégrante d'un processus de production terminé, et sont suffisamment approvisionnés en capital libre. « L'existence d'un excès de capacité industrielle n'est nullement la preuve d'un excès de capital et d'une insuffisance de la consommation. C'est, au contraire, un symptôme qui indique notre incapacité d'utiliser intégralement l'outillage existant, parce que la demande courante des biens de consommation est trop urgente pour nous permettre d'investir les services productifs courant dans les processus de longue durée correspondant à cet équipement industriel durable. » (47)

La création de capital obtenue par l'expansion monétaire ne mène donc pas, à proprement parler, à une *surproduction* générale de biens capitaux, mais à une production de capitaux *dans une direction erronée*. Non à une surcapitalisation, mais à de « faux investissements », à des investissements qui se révèlent inutilisables à la longue, faute de capital libre.

(47) Hayek, *Op. cit.* p. 96. Sur la pénurie de capitaux en Allemagne après 1923 v. Bresciani-Turroni, *op. cit.*, pp. 15 ss.; M. Bonn, *Le sort du Capitalisme allemand*.

La « surcapitalisation » est due non pas à un excès mais à une insuffisance d'épargne.

Il peut sans doute arriver qu'une partie des investissements ait été achevée pendant le processus d'expansion, — notamment si le renversement de la proportion entre épargne et consommation ne correspond pas exactement à l'ancienne proportion, par suite de modifications indépendantes de la demande pour certains biens (comme un changement dans les préférences des consommateurs vis-à-vis de certaines catégories de biens de consommation). Le capital investi dans ces entreprises ne sera donc pas perdu. D'autre part, parmi les capitaux fixes longtemps inutilisés, certains seront susceptibles d'une utilisation nouvelle le jour où les conditions de la demande et des ressources disponibles rendront profitables sa remise en activité. Pour les types d'outillage très durable (comme les immeubles et les aménagements immobiliers : routes, canaux, barrages, etc.), dont le coût d'entretien est relativement faible, la perte d'intérêt correspondant à leur durée d'inutilisation pourra seule, ou presque, entrer en ligne de compte.

On peut donc admettre que tous les investissements dus à l'expansion monétaire ne seront pas perdus, et qu'il n'est pas impossible d'accroître d'une manière durable le capital au moyen de l'épargne forcée. En particulier, lorsque les biens capitaux produits sont destinés à des usages non économiques au sens étroit, c'est-à-dire lorsque leur mise en service ne dépend pas de la vente de leurs produits ou services contre

un prix, — le problème de leur rentabilité ne se posera pas. Ceci sera le cas non pas de toutes les dépenses publiques, mais de tous les travaux d'Etat qui ne donneront lieu à aucune exploitation commerciale. Ainsi, dans l'exemple que nous avons donné dans l'introduction, il n'y avait pas de raison pour que la construction de la flotte athénienne ne fut pas entièrement financée par le produit des mines d'argent du Laureion. Il ne peut y avoir de faux investissements là où ne se pose aucun problème de rentabilité économique. L'accroissement ou la perte de richesse nationale à la suite d'investissements publics, financés ou non par l'inflation, pourra seulement se mesurer à l'utilité définitive, au sens le plus large, des services rendus par ces investissements à la nation.

B. — LE PROBLÈME DE LA RECONSTITUTION DU CAPITAL.

Avant même que la pénurie de capitaux libres ait rendu nécessaire l'abandon de certains investissements, un autre facteur contribue, pendant toute la durée de l'expansion, à la consommation du capital : il s'agit des erreurs de calcul commises dans l'évaluation comptable des différents éléments d'actif de l'entreprise. Nous avons indiqué brièvement plus haut les difficultés du problème du maintien de la valeur du capital. S'il n'est tenu compte que de sa valeur monétaire, une des principales conditions de cette conservation fera défaut.

Or, en période de hausse des prix, il arrive géné-

ralement que les provisions faites pour la reconstitution du capital ne soient pas suffisantes ⁽⁴⁸⁾. Pour qu'elles le soient, il faut que la valeur des immobilisations figurant au bilan soit calculée en fonction du coût de remplacement, en tenant compte des prix *actuels* d'achat des différents éléments d'actif ⁽⁴⁹⁾. Les provisions constituées pour l'amortissement doivent donc être augmentées au fur et à mesure de la hausse des prix. Sinon, à la fin de la période prévue pour un amortissement complet du capital, on trouvera qu'une partie seulement a été réellement effectuée, et que le capital réel de l'entreprise a donc diminué dans une proportion correspondante ⁽⁵⁰⁾. Une partie des recettes accrues par la hausse a été traitée comme un bénéfice net. Si les profits que la hausse fait ainsi apparaître figurent comme tels au bilan, mais sont ensuite réinvestis dans une proportion suffisante, l'erreur comptable n'aura pas pour effet de diminuer le capital ; on s'apercevra seulement un jour que celui-ci n'a pas augmenté comme on s'y attendait. Mais dans la mesure où ces profits sont

(48) V. l'analyse détaillée de ce phénomène dans les entreprises françaises depuis vingt ans, donnée par M. Pierre Diéterlen, *Revue d'Economie Politique*. Janv.-Fév. 1939, pp. 396 cc. A titre d'exemple, « la capitalisation « boursière des meilleures entreprises de ciment était « de 30 francs 1928 par tonne de capacité de production, alors que la valeur de remplacement était à la « même époque de 300 francs par tonne. »

(49) Et non en tenant seulement compte, comme semble l'indiquer M. Diéterlen, de la valeur-or de la monnaie : car les prix-or peuvent également subir des fluctuations.

(50) V. I. Fisher, *Théorie de l'Intérêt*, p. 43.

consommés, des éléments du capital sont alors traités comme des revenus. Il y a consommation de capital.

En outre, cet accroissement des dépenses de consommation s'ajoute à ceux que nous avons précédemment observés, et contribue à précipiter le moment où la pénurie de capitaux se fera sentir. Il agit donc à la fois comme une cause directe de la dilapidation du capital des entreprises existantes, et comme un des facteurs qui s'opposent à la formation complète des investissements neufs.

C. — LES CRÉDITS AUX CONSOMMATEURS.

L'expansion peut amener plus directement encore la diminution du capital. Nous avons supposé qu'elle se manifestait sous forme de crédits aux producteurs. On peut admettre que, de nos jours, la plus grande partie des crédits leur parviennent tout d'abord. Mais si pour une raison quelconque, une partie de la monnaie supplémentaire vient directement aux mains des consommateurs, ses effets se feront immédiatement sentir, non seulement sous forme d'une épargne forcée pour les autres consommateurs, — mais aussi par une diminution rapide de la quantité du capital.

En effet, les prix des biens de consommation subiront alors une hausse immédiate, et des ressources seront attirées vers les stades postérieurs. Et comme, dans notre hypothèse, la monnaie supplémentaire est entièrement affectée aux dépenses de consommation, aucune épargne nouvelle n'aura libéré le capital nécessaire à l'industrie des biens de consommation en présence d'une demande accrue.

Selon Hayek ⁽⁵¹⁾, la transition des processus de production existants à des processus plus courts se fera plus difficilement que la transition inverse, que l'accumulation du capital ; ce qui explique, en particulier, la longueur de la période de dépression qui suit la crise. Il est certain qu'il est beaucoup plus facile de transformer des capitaux circulants en capitaux fixes que de procéder à l'opération inverse, qui nécessairement doit prendre un temps plus long. Et à la suite de la pénurie de capitaux libres, il existera nombre de capitaux fixes inutilisables.

Mais ce problème n'est pas le seul. Il faut aussi savoir si les facteurs de production et les biens intermédiaires des stades antérieurs sont en général plus spécifiques que ceux des stades inférieurs, et se prêtent moins facilement à une adaptation technique à la suite d'une augmentation relative de la productivité dans ces stades. Problème qui ne peut, nous semble-t-il, être résolu *a priori*, mais seulement à la suite d'une connaissance complète des conditions techniques dans les différentes branches de la production.

Quoi qu'il en soit (et quelles que soient les difficultés qui accompagnent la transition vers des procédés de production utilisant moins de capital, notamment sous forme de chômage), même si toutes les ressources sont finalement résorbées dans le nouvel équilibre, les industries de consommation se seront

(51) *Op. cit.* p. 92.

étendues. Une partie des ressources autrefois employées à produire des biens de consommation au moyen de périodes de production plus longues, seront employées directement à cette production, — d'autres dans des processus plus courts. Mais en définitive, la quantité du capital social aura diminué. La consommation présente est accrue aux dépens du capital. Il est évident que cette situation ne peut aboutir qu'à une diminution générale de la productivité de l'industrie, et à une diminution de la consommation future.

IV. — LE CAS DU CHOMAGE ET DES RESSOURCES INUTILISEES

Notre raisonnement a jusqu'à présent reposé sur une hypothèse restée encore implicite : savoir, que toutes les forces productives de la société sont complètement occupées. En pareil cas, aucune affectation de ressources à de nouveaux investissements ne peut être faite sans détourner de leur emploi présent des forces déjà productivement occupées ; aucun accroissement de la production des biens-capitaux ne peut être obtenue sans réduction de celle des biens de consommation. Mais n'en ira-t-il pas autrement s'il existe des ressources inutilisées, et par conséquent disponibles ?

On sait que la plupart des politiques d'expansion du crédit ont été justifiées par l'existence de ces ressources sans emploi et d'un volume considérable de

chômage. J.-M. Keynes a, dans son dernier ouvrage ⁽⁵²⁾, développé d'une manière systématique la « théorie de l'emploi », en faisant grief à l'école dite « classique » d'avoir construit sa théorie de la production comme si le volume de l'emploi était toujours déterminé selon l'équilibre de l'offre et de la demande d'après la loi des débouchés de J.-B. Say, abstraction faite de toute influence de la demande effective monétaire. Selon Keynes, la possibilité du chômage « involontaire » est exclue de la théorie « classique ». Or son existence, empiriquement constatable dans l'économie moderne, doit conduire à un renouvellement complet de la théorie de la production, — en particulier du problème des investissements.

Il est exact que la plupart des théories de la formation du capital reposent sur l'hypothèse d'un « emploi complet » de toutes les forces productives. Mais aucune, semble-t-il, n'a traité le problème qui se pose lorsque cette hypothèse doit être abandonnée. Quelles en doivent être les conséquences au point de vue des investissements et de l'épargne forcée ?

Il peut sembler que l'existence de ressources inutilisées doit permettre d'employer le nouveau pouvoir d'achat qui résulte d'un accroissement du débit monétaire sans provoquer une hausse immédiate des prix, et sans nécessairement détourner de leur affectation présente celles des ressources qui sont enga-

(52) *Op. cit.* v. supra p. 140.

gées dans les différentes branches de la production. Si l'expansion atteint d'abord les entreprises sous formes de crédits additionnels, ceux-ci serviront à de nouveaux investissements, et la demande monétaire de biens-capitaux et de main-d'œuvre pourra dès lors être satisfaite sans hausse des prix, aussi longtemps qu'il existera une marge de ressources disponibles : chômeurs et biens-capitaux inutilisés. En pareil cas, il ne sera pas nécessaire, pour accroître la production de biens intermédiaires, d'attirer vers les industries des stades antérieurs des ressources déjà employées dans les stades postérieurs. En augmentant immédiatement le volume *global* de l'emploi *et* la production globale, l'expansion monétaire n'entraîne pas de hausse immédiate des prix. Il est alors possible d'accroître la quantité de capital sans diminuer (directement ou indirectement) la consommation ⁽⁵³⁾. Selon Keynes, il n'existe d'inflation véritable qu'à partir du moment où règne un état d'emploi complet ; tant que subsiste du chômage, l'expansion monétaire accroît la demande effective et le volume de la production. « Lorsqu'une nouvelle augmentation dans la quantité de la demande effective ne
« produit plus d'augmentation de la production, mais
« s'impute sur une augmentation exactement proportionnelle du coût unitaire, nous sommes arrivés à
« un point qu'on peut appeler une inflation véritable. » ⁽⁵⁴⁾

(53) V. Durbin, *Op. cit.* p. 152.

(54) Keynes, *Op. cit.*, p. 303.

Ce genre d'explication ne nous paraîtrait satisfaisant qu'à la condition de définir avec exactitude les conditions du « chômage », — c'est-à-dire celles auxquelles un accroissement des investissements suffira à accroître le volume de l'emploi *global*, au lieu d'effectuer seulement une redistribution des forces productives existantes.

Or il est certain qu'une grande proportion du chômage, — qu'il s'agisse de celui de la main-d'œuvre ou de l'inutilisation de l'outillage technique, — vient de la difficulté des rajustements immédiats rendus nécessaires par tous les changements, quels qu'ils soient, dans les conditions de la production, — qu'il s'agisse d'une diminution de la demande des produits de certaines industries, d'apparition de procédés techniques nouveaux, etc. Dans ces conditions, la réadaptation, — géographique ou technique, — sera d'autant plus lente, par définition, qu'il s'agira de facteurs de production plus spécifiques. Même en faisant abstraction des conditions du marché qui font obstacle au rééquilibre immédiat de l'offre et de la demande (absence d'organisation du marché du travail, mobilité imparfaite, etc.) et qui constituent la cause permanente d'une proportion considérable du chômage normal, il est probable qu'une partie importante du chômage résiduel ne pourra être éliminé par une augmentation de la demande effective *en général* : il faudrait que cette demande s'applique précisément aux types d'industries où ces facteurs sont susceptibles d'être employés, — s'ils sont absolument

spécifiques, aux industries mêmes où ils étaient employés précédemment.

Dans la mesure, par conséquent, où le chômage s'explique par des considérations *techniques*, les ressources inutilisées ne seront pas absorbées les premières par l'expansion monétaire, précisément *parce qu'elles ne sont pas utilisables* ; une simple modification des conditions économiques de leur emploi ne suffira pas à les remettre en activité.

Si par contre l'existence d'un reliquat oisif est dû à des facteurs spécifiquement économiques, ceux-ci peuvent être classés sous trois chefs principaux : s'agissant de la main d'œuvre, le chômage, élimination faite de toutes les causes énumérées ci-dessus, a généralement pour origine le maintien des salaires à un niveau supérieur, dans l'industrie considérée, à la productivité marginale du travail; s'agissant de biens-capitaux matériels, ceux-ci sont inutilisés lorsque le taux courant de l'intérêt est supérieur à la productivité marginale de ces biens : s'agissant enfin de tous les facteurs de production, l'insuffisance du capital libre à la suite de la modification de la proportion de la demande des biens de consommation à la demande totale détermine, comme nous l'avons vu, l'abandon en cours de route des investissements désormais insuffisamment rentables.

Il est évident que lorsque l'insuffisance de la demande de travail est due à un niveau trop élevé des salaires, l'équilibre ne peut être rétabli qu'à l'une des deux conditions suivantes : ou bien les salaires

réels seront ramenés au niveau compatible avec un état d'emploi complet, c'est-à-dire à celui de la productivité marginale dans chaque industrie; ou bien, en l'absence d'une baisse des salaires réels, l'augmentation des prix de revient s'imputera sur le capital des industries.

Dans l'un et l'autre cas, il n'est pas douteux qu'une expansion monétaire peut amener assez rapidement une diminution du chômage. Mais s'agissant de la baisse des salaires réels, on ne peut soutenir que l'existence de main d'œuvre inutilisée suffira à empêcher la hausse monétaire des prix : car ce sera précisément en faisant monter les prix, et en parvenant ainsi à diminuer les salaires *réels*, sans avoir nécessairement à modifier le taux nominal des salaires, qu'on obtiendra le rajustement désiré entre salaire réel et productivité marginale. Il se produira alors un phénomène d'épargne forcée par excellence; le pouvoir d'achat global des salariés n'aura pas varié, mais il sera désormais réparti entre un nombre plus considérable.

Une grande partie de l'argumentation de Keynes repose, nous semble-t-il, sur cette idée : savoir que (contrairement, selon lui, à l'opinion des « classiques) le chômage « involontaire » est caractérisé par l'existence d'un certain nombre de salariés « qui seraient disposés à travailler pour un salaire réel inférieur au niveau existant ». ⁽⁵⁵⁾ Autrement dit, qu'il est possible de combattre le chômage en réduisant

(55) *Op. cit.* p. 289. V. aussi pp. 5 ss., 17 ss., 298 ss.

les salaires réels, alors que selon Keynes la théorie classique soutiendrait que tout chômage persistant après une réduction des salaires monétaires appartient en réalité à la catégorie du chômage volontaire ⁽⁵⁶⁾ ; si l'offre de travail ne diminue pas malgré une réduction des salaires réels, (obtenue grâce à l'expansion monétaire, aux facilités de crédit données aux entreprises, et, par la suite à la hausse des prix), le volume de l'emploi pourra être augmenté sans qu'il soit nécessaire de procéder à un rajustement du taux monétaire des salaires : de sorte que toutes les complications sociales dont s'accompagne généralement cette réduction pourront être évitées.

Tant que l'expansion monétaire n'a pour but que la réduction des salaires réels et l'augmentation du volume de l'emploi, il est assez probable, en effet, que ce procédé peut offrir, pendant un certain temps au moins, des avantages sur la méthode de réduction directe. Mais il paraît moins probable que l'imprévision de la hausse chez les salariés, — imprévision qui est la condition essentielle du phénomène — puisse persister indéfiniment : on peut au contraire supposer que la hausse des prix amènerait des demandes de rajustement (telles que l'exigence

(56) La définition complète du chômage involontaire étant, selon Keynes, la suivante : « il y a chômage involontaire lorsque, dans le cas d'une hausse légère du prix des biens de consommation des salariés, par rapport au salaire et l'offre totale de travail au taux du salaire monétaire courant, et la demande totale à ce taux, seront supérieurs au volume existant de l'emploi ». (*Op. cit.* p. 15).

de l'échelle mobile), et conduirait rapidement à un processus d'inflation cumulative. Toutefois, dans la mesure où il ne s'agirait que de chômage limité à certaines industries, on peut admettre qu'une expansion modérée et contrôlée pourrait réussir à augmenter le volume de l'emploi, et, en augmentant immédiatement la production dans ces industries, parvenir à maintenir l'équilibre sans qu'il y ait à craindre un renversement ultérieur de la demande, par suite d'insuffisance de la production des biens de consommation par rapport au volume accru des revenus monétaires.

Lorsqu'il existe un reliquat oisif de biens-capitaux inutilisés, on ne doit pas conclure à l'existence d'une marge immédiatement *utilisable*; car si la main d'œuvre est répartie dans le reste de l'industrie de telle sorte que sa productivité marginale dans chaque branche est proportionnelle au coût marginal, tout déplacement de la répartition existante, — en particulier toute affectation à des biens-capitaux jusqu'alors inutilisés — amènerait une diminution de la production globale, même si elle avait pour effet d'augmenter le rendement de certaines branches d'industries ainsi rendues à l'activité.

En particulier, si ces branches en chômage ne peuvent être remises en train qu'à la suite d'une baisse du taux monétaire de l'intérêt, l'expansion monétaire pourra bien produire, en ce qui les concerne, les effets désirés; mais l'existence de biens-capitaux oisifs ne suffira pas, même en pareil cas, à éviter les

effets du mécanisme d'épargne forcée : car ces biens-capitaux ne sont oisifs que parce qu'il font partie d'investissements abandonnés, et comme nous l'avons vu, c'est par suite d'insuffisance de *capital libre* qu'a eu lieu cet abandon. Ce capital libre ne pourra dès lors être obtenu que par une expansion cumulative; car la remise en train d'investissements arrêtés ne saurait augmenter *immédiatement* la production de manière suffisante pour éviter la hausse des prix. Et c'est, nous semble-t-il, sur l'augmentation immédiate de la quantité des biens produits que comptent les partisans de l'expansion monétaire comme remède au chômage, pour neutraliser ses effets sur les prix (57).

Enfin s'il s'agit de chômage généralisé dans les stades antérieurs de la production à la suite d'une insuffisance de capital libre, il semble que la remise en train par une nouvelle expansion ne puisse être que provisoire. L'essentiel, nous l'avons vu, est le rétablissement d'un équilibre entre la production des différentes branches de l'industrie correspondant à la distribution de la demande effective. Une expansion de crédit pourra n'avoir d'autre effet, tant que cette condition ne sera pas réalisée, que de se répartir en encaisses liquides accrues, sans réussir à s'employer aussitôt en investissements productifs; et c'est précisément ce qui se produit pendant la période de dépression du cycle, au cours de laquelle on voit

(57) V. Durbin, *Op. cit.* p. 152 ss. Bresciani-Turroni, *The theory of saving*, Economica, mai 1936, pp. 172 ss.

le taux de l'intérêt tomber à des niveaux très bas, et les réserves liquides des banques prendre des proportions croissantes sans provoquer une demande de la part des entreprises. Si le taux monétaire de l'intérêt est cependant suffisamment réduit pour provoquer cette demande à partir d'un certain moment, même l'existence de ressources inutilisées n'empêchera pas que les investissements entrepris sur cette base puissent se révéler « erronés » au sens indiqué plus haut, lorsque la hausse future du taux de l'intérêt révélera l'insuffisance de leur productivité immédiate eu égard aux conditions de la demande.

Nous reconnaitrons volontiers, cependant, que les effets de l'expansion dans le cas de chômage ne sont encore connus que de manière très imparfaite; et ce, malgré le redoublement d'intérêt que cet aspect du problème a provoqué depuis plusieurs années. La principale difficulté, nous semble-t-il, vient de la définition exacte du « chômage », particulièrement lorsqu'elle s'applique, non au salarié, mais à l'outillage matériel; car dans ce cas, comme dans le précédent, il faudrait considérer comme équivalent à un chômage véritable toute utilisation inférieure à la productivité optima de cet outillage ⁽⁵⁸⁾. De toute manière, le problème ne peut être résolu qu'à la condition de distinguer *l'emploi* effectif de toutes les ressources, sans égard à leur productivité optima, de la

(58) V. J. Robinson, *Disguised Unemployment*, *Economic Journal* 1936, pp. 225 ss.

distribution optima de ces ressources et de la rentabilité durable des investissements entrepris.

V. EPARGNE FORCEE ET PROGRES ECONOMIQUE

Notre analyse nous amène à conclure, non aux avantages et aux inconvénients de la création monétaire du capital, mais à constater que ce mode de création s'accompagne toujours d'une modification forcée de la répartition des revenus réels aux dépens de certaines classes, — et souvent de crises qui rendent ses résultats précaires. Cette constatation ne permet pas de décider si, dans certains cas, il peut être ou non désirable de payer un progrès économique au prix d'une accumulation forcée par des moyens monétaires et de toutes ses conséquences. Il s'agit là d'un jugement de valeur qui sort absolument du domaine de la théorie économique.

Mais il importe de dissiper, — ou plutôt de dénoncer — une illusion apparemment répandue, et qui fait de l'expansion monétaire une condition *nécessaire* du progrès économique à longue durée. Même certains auteurs hostiles à toutes les formes d'expansion de crédit ou d'inflation fiduciaire, voient dans la production continuellement accrue des métaux monétaires une influence bienfaisante et indispensable à l'accumulation rapide des richesses.

F. Simiand, qui a par ailleurs constaté très justement l'analogie des inflations métalliques et non mé-

taliques, écrit ⁽⁵⁹⁾ : « Il faut apercevoir comme une
« condition cardinale, indispensable à une extension
« favorable de cet ordre (l'accroissement de la pro-
« duction) l'intervention de moyens monétaires ou
« de crédit dans leur fonction essentielle commu-
« nément trop peu dégagée : qui est de constituer
« une anticipation, disons mieux, une réalisation
« dès maintenant actuelle d'une richesse encore fu-
« ture. Et pour la permettre générale, croissante, il
« faut donc une augmentation croissante aussi de
« ces moyens. C'est, en propres termes, « monnayer
« l'avenir », mais pour autant, c'est retrouver la
« deuxième grande source d'augmentation de ri-
« chesse, qui est d'exploiter le futur ».

Il faut insister sur la confusion de cette dernière phrase. Si elle signifie seulement qu'un individu peut anticiper la jouissance présente d'un revenu futur en empruntant une somme de monnaie, quitte à la rendre lorsque ce revenu lui échoit, elle exprime un fait exact et important (mais non pas « trop peu dégagé », puisqu'il sert de point de départ, depuis cinquante ans surtout, à toute la théorie de l'intérêt). Dans ce cas, cet individu peut choisir d'augmenter sa consommation présente, plutôt que d'attendre le moment où son revenu futur doit lui parvenir. Mais il n'est pas indispensable que la dépense de la somme empruntée se fasse aux dépens du revenu futur; il n'en serait ainsi que si elle était consommée au

(59) *Les fluctuations économiques à longue période et la crise mondiale*, Paris, 1932, p. 55.

sens strict, c'est-à-dire de manière improductive. En pareil cas, le revenu futur, sans lequel aucun remboursement ne serait possible, devra provenir d'une source indépendante. Mais il arrivera plus souvent que la dépense présente sera productive, et deviendra elle-même la condition de l'apparition du revenu futur. Il s'agira simplement alors d'un investissement ordinaire.

En pareil cas, la fonction de la monnaie est de *transférer* d'un individu à un autre des ressources *présentes*, qui seront utilisées à accroître soit la consommation présente de l'emprunteur, soit, par un emploi productif présent, sa consommation future. Nous savons que ce transfert peut également s'effectuer en l'absence de tout emprunt volontairement consenti de pouvoir d'achat, par la simple émission de monnaie nouvelle, et l'acquisition directe des biens sur le marché. Mais même dans ce cas il ne s'agit toujours que de richesses *présentes*, et de richesses présentes *transférées* d'individus à individus. Ce mode de transfert forcé peut aussi, selon son emploi, servir à la consommation présente ou à la production pour un revenu futur. Dans tous les cas, la monnaie permet seulement de « réaliser » des richesses présentes, en les faisant changer de mains.

On voit par là-même qu'une expansion de crédit ne peut jamais être justifiée du fait qu'elle est, selon une expression assez fréquente, mais dépourvue de tout sens précis, « gagée sur des biens futurs ». Gager un instrument monétaire, c'est assurer sa converti-

bilité à vue en un autre bien, qui ne peut lui-même qu'être présent. Le crédit repose sur la confiance du prêteur en la solvabilité de l'emprunteur; ce dernier peut se permettre d'emprunter, fort de sa propre capacité à employer le montant du crédit de manière suffisamment productive en fabriquant des biens dont la valeur lui permettra le remboursement. Mais pour créer ces biens futurs, il lui faut d'abord acquérir des biens présents. De sorte que l'utilisation de tout crédit qui n'a pas pour contre-partie une épargne préalable imposera, quoi qu'il arrive, une restriction forcée en un point quelconque de l'économie.

Le crédit est « gagé » en ce sens que si son bénéficiaire est solvable, le prêteur rentrera finalement dans ses fonds. Toutes les opérations de crédit sont gagées de cette manière. Si par contre on entend par là qu'on peut sans danger émettre de la monnaie pour financer la production sans la « gager » sur un métal précieux, parce que seule importe la valeur de la production réelle, on oublie que toute expansion du débit monétaire (même métallique) amènera des phénomènes d'épargne forcée, parce qu'elle ne peut immédiatement que modifier la répartition des biens présents. Les règles relatives à la couverture des billets ont d'ailleurs pour objet principal de limiter leur expansion, et on pourrait concevoir que ce but fût atteint en dehors de tout rapport avec une monnaie métallique.

Il est du reste évident qu'« exploiter le futur » n'a proprement aucun sens. On ne peut exploiter

que des richesses présentes. Le seul sens dans lequel on peut dire que la monnaie « anticipe » l'avenir, est celui que nous venons d'indiquer : il s'applique à un transfert de biens. Il s'ensuit que cette anticipation ne peut profiter qu'à certains individus; car l'accroissement de la consommation des uns ne peut qu'être l'effet du retranchement volontaire ou forcé des autres. Monnayer l'avenir n'appartient qu'à la partie et non au tout.

Or il est exact, nous le savons, qu'une expansion monétaire peut amener, outre un simple transfert de richesses, un accroissement de leur quantité totale. Mais cet accroissement futur n'est réalisé qu'à la suite du transfert des biens présents des consommateurs aux producteurs. *Et il n'est rien de ce qu'on obtiendra à cet effet par une expansion monétaire, qui ne puisse être obtenu par un transfert volontaire ordinaire.* L'augmentation des moyens monétaires n'est donc nullement une condition « indispensable » au progrès économique; une telle augmentation, si elle bénéficiait uniformément à tous les membres de la société, n'ajouterait pas un centime de valeur réelle à la richesse sociale présente ou future. Elle ne peut parvenir à un tel résultat qu'à la condition de donner à des producteurs le moyen de détourner de leur emploi actuel des richesses présentes. Mais elle ne fait alors que substituer l'épargne forcée à l'épargne volontaire. L'accélération de la formation des capitaux qu'elle provoque risque, comme nous avons essayé de le montrer, de buter en cours de route

contre la volonté de consommer du public. Alors que l'accumulation des capitaux qui suit les voies ordinaires du crédit sans expansion monétaire, conserve une course régulière, abritée des tempêtes cycliques, et dont la progression est annoncée par la baisse continuelle du taux de l'intérêt.

CHAPITRE V

ASPECTS INTERNATIONAUX

I. ECONOMIE OUVERTE ET ECONOMIE FERMEE

A. PROBLÈMES PARTICULIERS POSÉS PAR UNE ÉCONOMIE INTERNATIONALE.

Ce qui a été exposé jusqu'à présent revient à dire que la loi des débouchés de J. B. Say ne s'appliquerait effectivement que si la monnaie n'avait aucune influence perturbatrice : même dans une économie monétaire tout se passerait comme si les produits s'échangeaient contre les produits, mais seulement à condition que le débit monétaire restât invariable; ceci suppose notamment que la quantité de monnaie ne s'accroisse pas parallèlement à la production de manière à stabiliser ou même à faire monter les prix.

Ce raisonnement s'applique sans difficultés à une économie « fermée », sans relations avec d'autres marchés, — dans le cas le plus simple, à l'économie mondiale. Mais si l'on considère des économies « ouvertes », — des fractions du marché mondial — il

est inévitable que le débit monétaire de chacune d'elles subisse des variations. Allons plus loin : ces variations sont indispensables au rétablissement de l'équilibre économique de chacune des économies considérées. Mais il ne faut pas en conclure que l'élasticité du débit monétaire en général est une condition de l'équilibre, avant d'avoir examiné quelles sont précisément les raisons qui permettent d'expliquer les variations locales : celles-ci devront évidemment se produire *à la suite des transactions en biens réels de l'économie locale considérée avec le reste du monde*. Car en l'absence de ces variations locales, ce serait alors, dans de nombreux cas, le débit monétaire mondial qui varierait.

Ce phénomène deviendra plus clair en précisant les particularités des transactions internationales. Comme on l'a récemment fait observer (1), l'élément principal qui pose, dans la théorie des échanges internationaux, un problème distinct de ceux de la théorie générale de l'échange, est l'existence de différentes devises nationales et de différents systèmes monétaires nationaux. Les autres éléments qui servent d'ordinaire à isoler la théorie du commerce international (en dehors des caractéristiques spécifiquement politiques, telles que les restrictions commerciales et sociales de toutes sortes), — en particulier l'absence de mobilité des facteurs de production — ne sont pas des caractéristiques exclusives de la division des marchés

(1) L. C. Robbins, *L'Economie planifiée et l'ordre international*, Paris 1938, pp. 238 ss.

en fractions nationales; ils existent même dans un territoire libre de toute entrave intérieure juridico-politique à la circulation des biens et des personnes, et à ce titre, la théorie du commerce international (et en particulier l'application de la loi des coûts comparés) n'est qu'un développement de la théorie du commerce interrégional ⁽²⁾. Il n'existe entre les deux qu'une différence de degré.

Mais lorsqu'il devient nécessaire, pour régler une transaction internationale, de se procurer une devise étrangère, au lieu de n'utiliser qu'une monnaie nationale unique, il s'agit alors véritablement d'un phénomène économique nouveau. Une monnaie nationale à force libératoire légale n'est liquide qu'à l'intérieur des limites où s'exerce la souveraineté nationale; pour régler définitivement une dette à l'étranger, il faut se procurer une monnaie liquide à l'intérieur du pays créateur. Même dans une économie fermée, ou, si l'on préfère, dans une économie dotée d'une monnaie *homogène*, les transactions économiques sont déjà indirectes : les produits s'échangent contre de la monnaie avant de s'échanger contre des produits. Mais avec l'apparition de plusieurs espèces de monnaies, toute transaction internationale est par nature *doublement indirecte* : avant d'acheter un produit étranger, il faut d'abord échanger la monnaie nationale contre une monnaie étrangère.

Il ne saurait s'agir de reprendre ici toute la théorie des paiements internationaux. Mais il peut être inté-

(2) V. B. Ohlin, *Interregional and international Trade*, 1933.

ressant d'appliquer nos conclusions précédentes aux mouvements monétaires qui sont fonction de la position internationale d'une économie donnée ; en particulier d'étudier dans quelles conditions les différentes transactions internationales provoquent des phénomènes internes d'épargne forcée. On peut, d'autre part, se demander quels sont les effets internationaux d'une expansion monétaire locale, et s'il existe des phénomènes d'épargne forcée internationale.

B. — DIFFÉRENTES TRANSACTIONS INTERNATIONALES.

Avant de procéder à cette recherche, il nous paraît utile d'insister sur le problème de la classification des différentes transactions internationales. Doivent être considérées comme telles toutes celles qui comportent l'échange de deux devises nationales différentes, et qui seules, par conséquent, sont susceptibles d'affecter, avec la balance des paiements, le cours du change, et le débit monétaire interne.

Leur présentation dans un ordre logique n'offre aucune difficulté sérieuse de théorie économique ; il s'agit seulement de savoir à quel point de vue on veut se placer, et quel aspect de la position internationale du pays on désire faire ressortir. Mais l'évaluation de chaque poste rencontre des problèmes parfois insolubles de pratique statistique, parce qu'en l'absence d'un contrôle minutieux et universel des opérations de change, il est impossible de dénombrer toutes les transactions faisant l'objet d'un paiement

international, — surtout lorsqu'il s'agit non d'échanges commerciaux, mais d'opérations purement financières. Cette difficulté, qui disparaît partiellement dans le système du clearing international, est notamment à l'origine de la distinction entre commerce visible et commerce invisible dans la balance des paiements, — distinction dont l'intérêt statistique est évident, mais dont la signification économique est nulle. Aussi est-il regrettable de voir parfois subsister une confusion entre ces deux problèmes, et que l'on distingue par essence ce qui n'est séparé que par accident. Autant il importe de tenir compte de tous les éléments, même invisibles, autant il importe de souligner quels sont les échanges invisibles qui appartiennent à la même catégorie que les échanges visibles, et qui affectent la position internationale du pays de la même manière.

On peut poser en première approximation (c'est-à-dire abstraction faite des défauts de paiements, moratoires, etc.), que la balance des paiements, qui comprend toutes les transactions internationales du pays, est toujours en équilibre comptable ; autrement dit, que la somme algébrique de tous ses postes est toujours nulle ; de sorte que si tous ces postes peuvent être connus directement sauf un, ce dernier se déduira automatiquement du solde des précédents.

Ceci établi, on peut, nous semble-t-il, choisir entre deux classifications principales, du reste assez voisines.

La première oppose les mouvements des revenus aux mouvements des capitaux (3). Selon nous, la présentation la plus satisfaisante serait la suivante: toute transaction qui donne lieu à une demande de la devise nationale devant figurer à l'actif, toute transaction donnant lieu à une offre devant figurer au passif :

I. — *Balance des revenus* (visibles et invisibles) :

1° Revenus commerciaux : exportations (importations) visibles de marchandises ; exportations (importations) invisibles (dépenses des touristes, etc.) ; exportations (importations) de services (frêts, assurances, commissions des banques, etc.).

2° Revenus financiers : encaissements (paiements) d'intérêts et dividendes de capitaux exportés (importés).

3° Revenus non économiques (dons bénévoles, indemnités de guerre, etc.).

II. — *Mouvements d'or* :

Exportations (actif de la balance), importations (passif).

(3) C'est le mode de présentation adopté notamment par les services économiques de la S. D. N. et par MM. Schwob et L. Rist pour leur évaluation annuelle de la balance française des paiements dans la Revue d'Economie Politique.

III. — *Balance des capitaux* :

Importations (actif) et exportations (passif) de capitaux à long et à court terme.

Selon cette présentation, le solde net de la balance des mouvements de capitaux sera donc égal à la somme des soldes des mouvements de revenus et des mouvements d'or.

Si l'ensemble des postes des deux premières catégories pouvait faire l'objet d'une évaluation exacte, il serait donc possible d'en déduire indirectement le mouvement *net* de capitaux ayant affecté le pays pendant l'année considérée (4) ; mais il serait impossible de savoir, de ce fait, si ce pays a augmenté ou non son capital à l'étranger : car de nombreux facteurs affectent la quantité nominale du capital national investi à l'étranger, qui n'apparaissent pas dans la balance des paiements : tels, les liquidations d'entreprises étrangères en faillite, l'augmentation ou la diminution du capital des entreprises, la distribution d'actions de jouissance aux actionnaires, etc., etc. Or, les variations du capital à l'étranger se feront sentir, dans la suite, sur la balance des paiements, sous forme de variations du poste intérêts et dividendes.

Cette classification, toutefois, ne met pas en évi-

(4) C'est la méthode employée, par exemple, par J. Viner dans son étude classique des mouvements de capitaux au Canada (*Canada's Balance of International Indebtedness, 1900-1913*, Boston, 1923). Le calcul du solde des balances des transactions commerciales, des services et des transactions non commerciales représente exactement la différence entre emprunts et prêts à l'étranger.

dence le mécanisme des paiements internationaux dus à des transferts unilatéraux. Il est utile, en effet, d'opposer aux *transactions au comptant*, où le paiement en devises étrangères fait l'objet d'une contrepartie immédiate en marchandises ou en services, les *transactions à crédit*, ou même purement *unilatérales*. Dans la première catégorie rentreront tous les échanges commerciaux proprement dits et les mouvements d'or ⁽⁵⁾. Dans la seconde catégorie, les revenus financiers et non économiques et les mouvements de capitaux. L'une comprend donc tous les paiements en devises nationales comportant une contrepartie future ou passée : future, s'il s'agit d'emprunts ou de prêts nouvellements consentis ; passée, s'il s'agit de paiements ou de recouvrements d'intérêts ou d'annuités en capital sur ces emprunts antérieurs.

II. — EFFETS MONETAIRES DES TRANSACTIONS COMMERCIALES

A. — CAS D'UNE MONNAIE HOMOGÈNE.

Considérons d'abord le cas le plus simple, celui d'une monnaie parfaitement homogène, c'est-à-dire

(5) Car, bien que ces derniers soient le plus souvent l'effet de mouvements de capitaux, ce qui est prêté et emprunté est généralement une devise étrangère, avec laquelle l'emprunteur *achète* l'or. Les réserves d'or des banques américaines, par exemple, « représentent » pour une grande partie des capitaux étrangers placés à court terme; mais les prêteurs étrangers sont, non pas créanciers directs des *lingots d'or*, mais détenteurs de *dépôts en dollars* convertibles.

telle que la devise nationale de chaque pays puisse être directement utilisée à des paiements dans tous les autres pays : tel serait le cas d'une monnaie universellement liquide, par exemple d'un système de circulations monétaires nationales purement métalliques (6).

En pareil cas, les mouvements internationaux de monnaie et la variation de la quantité de la monnaie dans chaque pays dépendent des mouvements des transactions internationales. Supposons qu'entre deux pays dont les transactions commerciales sont en parfait équilibre, c'est-à-dire où les exportations sont exactement égales aux importations, il se produise une modification dans le courant des échanges ; autrement dit, qu'une personne qui jusque-là dépensait une certaine somme en marchandises de A, dépense cette somme en B ; peu importe, à cet égard, que l'auteur de la modification initiale soit un habitant de A ou de B : dans les deux cas, les balances des paiements des deux pays seront affectées de la même manière au point de vue monétaire : il y aura excès des paiements de A vers B ; le déficit de la balance commerciale de A correspondra à la diminution relative de ses exportations vers B (7) ; les

(6) V. Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability*, Londres, 1937, pp. 8 et 20 ss.

(7) Soit, par exemple, deux pays A et B dont les exportations et importations mutuelles sont respectivement de 100 ; notre hypothèse se réalisera, soit qu'un habitant de A importe de B pour une valeur de 10 (p. ex.) ce qu'il achetait précédemment en A : les exportations de

importateurs de A ne trouveront plus sur le marché des changes assez de devises B offertes par les importateurs de B ; le solde devra donc être réglé par un mouvement d'or de A vers B.

On sait que les forces du marché seront aussitôt mises à l'œuvre pour rétablir l'équilibre, et que le mouvement international de la monnaie ne continuera pas aussi longtemps que persistera cette modification initiale de la demande internationale ; le mouvement monétaire engendrera une modification compensatrice qui rétablira l'équilibre, et finira ainsi par s'éteindre de lui-même.

Ce résultat pourra être obtenu de deux manières : ou bien, à la suite de la diminution des revenus dans le pays A, qui a subi la diminution de la demande, les achats de A en B diminueront (inversement, à la suite de l'augmentation des revenus en B, les achats de B en A augmenteront) ⁽⁸⁾, ou bien l'augmentation du débit monétaire en B amènera une hausse des prix favorable à l'accroissement des exportations de A vers B (et vice-versa). Mais, comme on l'a fait observer, « la durée de fonctionnement de ce mécanisme de ré-équilibre dépendra du nombre de chaînes dans la chaîne qui aboutit finalement d'un pays à l'autre, — et de la mesure dans laquelle à

B vers A passeront de 10 à 110, les exportations de A vers B restant inchangées ; soit qu'un habitant de B achète désormais en B ce qu'il importait de A : les exportations de A vers B tombent à 90, les exportations de B restant inchangées.

(8) V. Aftalion, *l'Équilibre dans les Relations Économiques Internationales*, Paris 1937.

« chacun de ces points, les variations de revenus con-
« duiront d'abord à une variation des encaisses liqui-
« des, avant de se faire pleinement sentir en dépen-
« ses réelles. Dans l'intervalle, la monnaie continuera
« de passer de A vers B » (9). Autrement dit, selon
que la variation des revenus dans B conduira immé-
diatement à une dépense en importations venues de
A au lieu d'être dépensés directement en B (et d'y
amener une hausse des prix) ou à un accroissement
des encaisses liquides, le flot monétaire de A vers B
sera plus ou moins considérable.

Mais de toute manière cette expansion monétaire
ne doit pas avoir, en elle-même, d'effets perturba-
teurs, car, d'une part, elle n'affecte pas, comme le
laisserait entendre une interprétation rudimentaire-
ment quantitativiste de ce mécanisme, le niveau
général des prix du pays considéré, mais seulement
les prix de ceux des produits sur lesquels se fera
sentir la demande de ceux *des revenus* accrus à la
suite de ce flot monétaire (et vice-versa) ; et, de ce
fait même, ces variations de revenus monétaires cor-
respondent à des variations dans les conditions de la
demande réelle. Les effets ne différeront donc pas
des variations ordinaires des encaisses monétaires
individuelles à l'intérieur d'un même pays, à la suite
des variations des transactions réelles ; s'appliquant
à un pays entier vis-à-vis du reste du monde, ces
effets seront comparables aux variations de la de-

(9) Hayek, *Op. cit.* p. 21.

mande d'une région à l'autre ou même d'une industrie à l'autre à l'intérieur d'un même pays.

Un accroissement (ou une diminution) du débit monétaire survenant dans ces conditions ne doit donc pas être considéré comme une inflation (ou une déflation) au sens où nous l'avons entendu jusqu'à présent, et n'amènera, par lui-même, aucune des modifications de la structure de la production que nous avons étudiées. Dans ces conditions, la répartition du débit monétaire international entre les différents pays sera déterminée par le même mécanisme que celui qui répartit la monnaie entre les différentes régions d'un même pays, ou même entre les différents individus d'une même région. L'équilibre sera dès lors réalisé lorsque la portion relative de la « quantité » de monnaie dans chaque pays sera proportionnelle, non pas exactement à sa part relative du revenu mondial réel ⁽¹⁰⁾, mais à cette part, compte tenu des « préférences de liquidité » des habitants de chaque pays, c'est-à-dire de la part du revenu conservé sous forme monétaire. Les variations du débit monétaire qui pourront alors se produire seront dues aux mêmes causes que celles qui affectent le niveau des encaisses individuelles, et non à la position internationale du pays.

En particulier, il sera normal qu'à la suite d'une diminution relative de la demande des produits d'un pays, le débit monétaire y diminue. Toute interven-

(10) Robbins, *op. cit.*, p. 246.

tion des autorités monétaires pour mettre obstacle à cette diminution aurait le même effet que celles que nous avons observées plus haut, à l'occasion d'une expansion « stabilisatrice » des prix en période de progrès économique : une telle « compensation » locale augmenterait le débit monétaire mondial. Les variations nationales du débit monétaire, consécutives aux transactions internationales commerciales, ne sont donc pas des variations absolues, mais des variations relatives, qui correspondent à des variations dans la répartition locale du revenu réel mondial.

B. — CAS DE SYSTÈMES NATIONAUX HÉTÉROGÈNES.

La « compensation » locale des mouvements monétaires à laquelle nous venons de faire allusion ne serait réalisable, avec le système homogène que nous avons envisagé, que s'il était possible de faire varier à volonté, selon la politique monétaire adoptée, la quantité totale de la monnaie métallique en circulation. Nous verrons plus loin quels peuvent être les effets de cette variation. Mais, avec les systèmes monétaires nationaux généralement en usage, elle pourra devenir une conséquence automatique des échanges commerciaux internationaux.

Nous avons vu, en effet, que les systèmes monétaires modernes reposent sur une variété d'instruments liquides. Dans ces conditions, un excès de paiements entre deux pays ne donnera pas lieu à un transfert équivalent de monnaie internationale, mais seulement

à un transfert partiel, le mécanisme de l'équilibre étant assuré par la contraction et l'expansion du volume des instruments monétaires qui repose sur la base liquide, seule affectée directement par les mouvements internationaux. Si les banques d'émission de chaque pays sont assujetties aux règles de l'étalon d'or, elles verront diminuer leur réserve à la suite d'un excès de demande de devises étrangères ; en l'absence d'une politique délibérément contraire, elles diminueront proportionnellement le volume de leurs crédits ; en même temps que la base liquide du système national, la totalité du débit monétaire se contractera, — et inversement dans le pays qui bénéficie d'une balance de paiements favorable.

Les conséquences de ce mécanisme, à la différence du précédent, se feront sentir de la manière suivante : savoir, que les individus atteints par une contraction ou une expansion du débit monétaire *ne seront pas nécessairement les mêmes que ceux qui auraient vu leur revenu monétaire varier à la suite d'une variation dans la répartition internationale d'une monnaie homogène* ; la diminution des revenus, au lieu de suivre directement la trace de la diminution de la demande du produit qui a provoqué le déséquilibre international, se répercutera à travers le système bancaire : elle affectera donc normalement, non pas les industries qui ont subi (directement ou indirectement) les effets de cette variation, mais d'autres industries, selon la nature des crédits diminués ou non renouve-

lés par les banques à la suite de la variation de leurs liquidité, — et inversement.

L'effet de ce mouvement de crédit se fera donc sentir sur le marché des capitaux ; dans le pays qui bénéficie d'une expansion, les crédits alloués par les banques augmenteront dans la mesure où cette expansion atteint d'autres individus, d'autres branches de l'activité économique que celles qui auraient vu leurs revenus varier à la suite de la modification du courant international de la demande ; celle-ci équivaut donc à une création additionnelle de monnaie dans le pays considéré, et vice-versa, entraînant tous les effets de l'épargne forcée sur l'accumulation du capital ⁽¹¹⁾.

Le système de l'étalon-or avait cependant été conçu, en particulier par les auteurs de sa charte-type (celle de la Banque d'Angleterre, en 1844), pour fonctionner, à l'intérieur de chaque pays et dans les relations internationales, de la même manière qu'une circulation métallique pure, de sorte que la quantité totale de la monnaie dans chaque pays dût varier

(11) L'interprétation de Hayek, à laquelle nous nous sommes constamment référés, est sensiblement différente sur ce dernier point : selon lui (*op. cit.* p. 30) c'est parce que les effets compensatoires de la modification du courant international de la demande continuent, indépendamment de l'effet bancaire, que les forces tendant à rétablir l'équilibre des paiements se feront sentir, alors que l'équilibre a déjà été rétabli par l'action des banques : de sorte qu'un mouvement en sens inverse se fera aussitôt sentir dans leur liquidité et dans le volume de leurs crédits. Mais, nous semble-t-il, puisque précisément le mécanisme bancaire a pour effet de réduire le mouvement international d'or, on ne voit pas pourquoi les effets directs observés dans le cas d'une monnaie homogène se produiraient *additionnellement*.

conformément aux variations de sa part du revenu réel mondial. Mais l'élasticité spontanée d'un système de monnaies de différentes liquidités a pour effet de rendre ces variations moins étroitement dépendantes de celles des réserves liquides, et donc du débit monétaire mondial.

Il semble donc que, même en observant les traditionnelles « règles du jeu » de l'étalon d'or international, les variations de cette sorte doivent conduire à des perturbations monétaires dans la structure du capital. Mais il va de soi que de tels effets ne peuvent être que renforcés lorsque ces règles ne sont pas observées ; en particulier, lorsque des mesures seront prises pour « compenser » sur le marché national les effets monétaires des courants d'échanges internationaux. Les procédés employés couramment à cet effet depuis une quinzaine d'années, ont été, d'abord, en Angleterre, la politique des opérations d'« open-market », puis celle des fonds d'égalisation des changes, toutes deux, du reste, essentiellement analogues ; elles consistent, pour la Banque d'émission, lorsque le marché monétaire est menacé d'un resserrement de crédit par des sorties d'or, à « compenser » ces mouvements en réapprovisionnant les banques en encaisses liquides par l'achat de titres (Bons du Trésor ou autres). De cette manière, les autorités monétaires cherchent à éviter les mouvements violents du taux de l'escompte qui suivraient des variations de l'encaisse métallique nationale. De sorte qu'une sortie

d'or peut même amener, en fin de compte, au lieu d'une déflation de crédit, une expansion positive.

Il est difficile d'apprécier, d'une manière générale, l'opportunité de cette politique, qui peut avoir certains avantages, surtout lorsque les fluctuations que l'on veut compenser sont elles-mêmes provisoires, — notamment lorsqu'il s'agit de mouvements de capitaux à très court terme. Mais lorsque les mouvements monétaires sont dus à des variations durables du courant des transactions internationales et du revenu réel national relativement au reste du monde, il est évident que cette compensation monétaire ne fera que substituer aux conditions nouvelles de l'offre et de la demande internationales une offre additionnelle de monnaie ; celle-ci, non seulement ne pourra que retarder le rajustement définitif de la position économique internationale du pays, mais en perpétuant les conditions du déséquilibre, amènera, tôt ou tard, des perturbations monétaires en sens inverse, avec les conséquences que nous avons soulignées en étudiant les fluctuations du capital.

C. — CAS DE PARITÉS VARIABLES.

Nous ne pouvons nous étendre ici sur les problèmes qui se posent lorsque les changes nationaux ne sont pas stabilisés par un système d'étalon international ⁽¹²⁾. D'une manière générale, tout excès de paie-

(12) V. Hayek, *op. cit.*, chap. III.

ments à l'étranger aurait pour effet une baisse du change national (et vice-versa) au lieu d'amener des sorties d'or et des mouvements internes de prix. Il est clair que les perturbations monétaires qui s'ensuivront s'étendront, plus encore que dans le cas précédent, à des industries qui normalement n'auraient pas été affectées par la variation de la demande internationale. Au lieu que les prix des produits dont l'exportation a diminué baissent seuls, il se produira une hausse relative de tous les prix dans les industries dépendant plus ou moins directement de l'importation : les sommes de monnaie qui auraient dû être transférée à l'étranger passeront par ces industries. Les effets internes de la variation des changes conduiront donc très vraisemblablement à des variations du débit monétaire local qui ne correspondent pas à la nouvelle position du pays sur le marché international. Nous examinerons plus loin les effets de l'expansion interne sur les mouvements du change et sur la position internationale du pays.

III. -- MOUVEMENTS DE CAPITAUX

A. — NATURE DU MOUVEMENT INTERNATIONAL.

Un mouvement international de capitaux ne produit pas, en ce qui concerne les parties à la transaction, d'effets différents de ceux d'un mouvement interne. Le problème le plus intéressant est de savoir

comment ce mouvement affecte la balance des paiements du pays tout entier, et sous quelle forme s'effectue le transfert de pays à pays.

Par exportation de capital, il faut entendre, selon nous, l'achat d'éléments d'actif libellés en une devise étrangère, susceptibles de fournir un revenu permanent et comportant un remboursement ultérieur du principal. Dans un pays qui n'a sur l'étranger ni créance ni dette qui ne soit proprement commerciale, — autrement dit, qui n'a jusqu'alors ni importé ni exporté de capital, — une exportation nette de capital ne peut évidemment s'effectuer que par une exportation nette équivalente de marchandises, de services, ou de monnaie internationale (d'or). Si je me rends acquéreur de titres industriels américains, ou de dépôts en dollars dans une banque américaine, cela signifie que le vendeur des dollars que je viens ainsi de me procurer aura acheté mes francs : mais jusque-là il n'y a aucune exportation *nette* de capital ; les devises de chaque pays ont simplement changé de mains. Les francs que j'ai vendus ne peuvent être exportés, — sinon pour être thésaurisés, — puisqu'ils ne peuvent par définition être dépensés qu'en France. Aussi longtemps qu'ils ne seront pas dépensés, à ma créance en dollars correspondra une créance équivalente en francs (et ceci même dans le cas de thésaurisation effectuée matériellement en dehors du territoire national). Il y a deux mouvements de capital en sens inverse. Le mouvement net de capital, — seul à considérer pour juger de la position interna-

tionale du pays — sera réalisé lorsque ces francs auront été dépensés en France : à l'exportation de capital correspondra donc une exportation exactement équivalente en biens, en services ou en or.

Le cas le plus simple de ce genre de transactions est celui où l'acquéreur de devises étrangères les dépense directement dans le pays prêteur : par exemple, une compagnie de chemins de fer en Amérique du Sud lancera un emprunt en France et achètera aux industries françaises des rails, des machines, etc., avec le produit de l'emprunt. Mais même si le mécanisme du transfert n'est pas aussi direct, l'exportation nette de capital se traduira pour le pays considéré, quoiqu'il arrive, par un excédent de la balance des revenus et de l'or, — par une exportation équivalente de biens réels ou de monnaie métallique, et pour le pays emprunteur, par une importation équivalente. Le mécanisme sera, dans ce cas, triangulaire; l'emprunteur peut n'avoir besoin d'aucune des marchandises produites par le pays prêteur, où il n'a emprunté que parce que les conditions du marché des capitaux y étaient plus favorables qu'ailleurs ; il peut même n'avoir besoin d'aucun produit étranger : de toute manière, ce seront les conditions auxquelles il obtiendra l'emprunt, et non les dépenses qu'il compte en faire, qui lui dicteront le choix de sa négociation.

Mais l'effet sur les balances commerciales des pays prêteur et emprunteur reste néanmoins le même. Si l'entreprise argentine qui a emprunté des francs a

besoin de dollars ou d'une autre monnaie, ces francs passeront au vendeur de cette nouvelle monnaie ; aussi longtemps qu'ils resteront sans emploi, la réalisation de la créance qu'ils représentent sur le marché français sera reculée ; il n'y aura de mouvement *net* de capital que lorsque ces francs seront dépensés, et donc provoqueront une exportation de biens réels ou d'or hors de France ⁽¹²⁾.

Il est donc superflu, selon nous, de chercher à savoir comment un pays appelé à faire un paiement unilatéral créera *préalablement*, pour se procurer les devises étrangères nécessaires, un excédent de sa balance des comptes. Bien que la marchandise ne suive pas toujours directement le capital, toute exportation de capital crée un transfert immédiat de pouvoir d'achat aux mains des emprunteurs étrangers et, par là même, une demande étrangère sur le marché national ⁽¹³⁾.

La balance des transactions au comptant subira donc les variations suivantes à la suite d'un mouvement international de capital : la balance d'un pays prêteur sera d'abord excédentaire ; au fur et à mesure que les sorties de capitaux se ralentiront et seront compensées par des versements d'intérêts elle tendra à se renverser, et elle se renversera lorsque ces versements excéderont l'exportation nette de capitaux ; un courant de plus en plus considérable d'im-

(12) V. Iversen, *Aspects of International Capital Movements*, Copenhague 1934, p. 91.

(13) J. Rueff, *Mr. Keynes' Views of the Transfer Problem*, *Economic Journal*, 1929, p. 388.

portations apparaîtra au cours de la période de rapatriement du capital placé à l'étranger. Et inversement pour le pays débiteur.

On voit donc que si un mouvement net de capital se traduit toujours par un déséquilibre équivalent de la balance des revenus et de la monnaie internationale, ce solde ne permet pas par lui-même de savoir s'il s'agit d'un pays créancier au stade de l'exportation de ses capitaux, ou d'un pays débiteur au stade du remboursement (et vice-versa). D'autre part, comme les paiements unilatéraux comportent en même temps que les exportations et les importations de capitaux, les exportations et les importations d'intérêts, il peut arriver (par exemple) qu'un pays dont la balance des revenus soit déficitaire ait en même temps exporté du capital, si la somme des revenus tirés de ses capitaux placés à l'étranger est supérieure à ce déficit : l'excès aura donc été réinvesti à l'étranger au lieu d'avoir été dépensé sur place et transformée en importations.

B. — COMMENT S'EFFECTUE LE TRANSFERT ?

Le problème le plus important n'est donc pas, nous semble-t-il, de savoir si l'ajustement de la balance des revenus permettra d'effectuer facilement le transfert, puisque cet ajustement en est une conséquence automatique, mais bien de savoir sous quelle forme et par quel mécanisme le transfert s'effectuera : en

or ou en marchandises ? Et en quelle catégorie de marchandises ?

Comme nous l'avons dit, au point de vue individuel du prêteur et de l'emprunteur dans chaque pays, le mouvement international de capital ne diffère pas d'un mouvement interne. Ce que l'emprunteur obtient, *c'est du capital libre* ⁽¹⁴⁾ et non nécessairement des biens-capitaux achetés dans le pays prêteur ; en ce qui le concerne, l'opération a produit ses effets lorsqu'il a obtenu le pouvoir d'achat sur le marché où il désire le dépenser. Mais l'intérêt principal du mouvement de capital *au point de vue des deux pays considérés est évidemment d'amener des facteurs de production et des biens-capitaux des pays riches en capitaux vers le pays emprunteur.*

Or l'effet sera fort différent selon que le transfert s'effectue en or ou en biens réels. Nous ne pouvons examiner ici en détail à quelles conditions le mouvement se fera en l'une ou l'autre catégorie ⁽¹⁵⁾ ; indiquons seulement que ces conditions seront évidemment celles des prix comparés de l'or ou des marchandises, et des différentes marchandises entre elles, selon le rapport des élasticités de leurs demandes res-

(14) Iversen, *op. cit.*, p. 24.

(15) Ce problème a été soumis à un nouvel examen dans un grand nombre d'ouvrages récents. Citons, outre ceux d'Aftalion et d'Iversen, mentionnés plus haut, R. Nurkse, *Internationale Kapitalbewegungen*, Vienne 1935 ; G. Haberler, *International Trade*, (Trad.) Londres, 1936 ; P. Barrett Whale, *International Trade*, Londres, 1935 ; J. Viner, *Studies in the Theory of International Trade*, New-York, 1937.

pectives ; le titulaire définitif des devises nationales du pays prêteur les dépensera de la manière la plus avantageuse ; en particulier, il se produira des mouvements d'or aussi longtemps que la pression de la demande de devises étrangères amènera le cours du change au niveau du point de sortie. D'autre part, les marchandises exportées ne seront pas nécessairement des biens-capitaux, mais tout bien dont l'importation dans le pays emprunteur y libérera des forces productives de manière avantageuse ; par exemple, l'importation pourra se faire uniquement en biens de consommation, les facteurs occupés jusque-là dans le pays emprunteur à produire ces biens étant ainsi libérés, et pouvant servir à fabriquer des biens-capitaux ⁽¹⁶⁾.

Si le transfert se fait en biens réels, il se produira donc un enrichissement du pays emprunteur au moyen des épargnes du pays prêteur : tout se passe comme si le second prêtait des marchandises au premier. Mais dans la mesure où ce transfert n'a d'autre effet que d'augmenter la quantité de monnaie liquide dans le pays emprunteur, il n'y aura aucun mouvement de capital *réel* entre les deux pays. Sans doute, le titulaire individuel de l'emprunt aura obtenu le capital libre qu'il désire ; *mais il l'aura obtenu au moyen d'une expansion interne dans le pays emprunteur*, c'est-à-dire par un phénomène d'épargne forcée. Le mouvement d'or aura servi à provoquer immédia-

(16) Haberler, *Op. cit.*, p. 140.

tement un transfert de biens, non entre les deux pays, mais entre différentes catégories sociales du pays emprunteur, sans lui apporter aucune richesse réelle de l'extérieur. Au lieu d'importer des machines véritables, il aura importé des « machines à inflation ». (17)

Or il est évident que l'intérêt principal d'un mouvement international de capitaux est de permettre au pays emprunteur, — sinon à l'emprunteur individuel lui-même, — d'obtenir de l'étranger des biens et des services réels, et non pas seulement un supplément de liquidité favorable à une expansion interne (18). En fait, la plus grande partie des mouvements de capitaux se font en marchandises, parce que la hausse des prix provoquée par l'expansion dans le pays emprunteur ne tarde pas (en l'absence de restrictions au commerce international) à y attirer les envois des exportateurs étrangers. Et s'il ne s'agissait que de procéder à une expansion interne, il serait inutile de se procurer préalablement de l'or à l'étranger : les moyens fiduciaires à la disposition des systèmes bancaires modernes étant suffisants, et une expansion interne couverte ou non par de l'or

(17) L'effet est bien entendu identique lorsque l'or n'est pas matériellement importé dans le pays emprunteur, si, par exemple, les banques de ce pays considèrent que des devises étrangères constituent une base liquide suffisante pour servir à une expansion de crédit interne. C'est notamment ce qui se passe dans le cas du Gold Exchange Standard.

(18) E. Mireaux, par exemple, dans *les Miracles du Crédit* (pp. 230 ss.), ne voit que ce seul effet financier dans les mouvements internationaux de capitaux.

ayant les mêmes effets internes sur la structure de la production. Il s'agit alors d'un mouvement de monnaie, et non d'un mouvement de capital réel.

La forme monétaire des mouvements de capitaux est particulièrement apparente lorsqu'il s'agit de mouvements à très court terme ; mais comme ceux-ci ont de plus en plus pour motif la conservation de la valeur du capital et la recherche de la sécurité plutôt que celle du gain offert par la différence des taux d'intérêt, ces masses monétaires ne sont pas intégralement investies par les banques des pays où elles vont chercher refuge. Ainsi l'or accumulé dans les banques américaines depuis plusieurs années, à la suite de dépôts à très court terme ou à vue, n'a pas augmenté proportionnellement le débit monétaire de ce pays (il a été « stérilisé »). On conçoit à cet égard l'utilité d'une politique de « compensation » des mouvements d'or, en l'absence de laquelle pourraient se produire des fluctuations monétaires violentes, et sans rapport avec la part nationale du revenu réel mondial.

IV. — EFFET INTERNATIONAL DES VARIATIONS MONÉTAIRES

A. — EFFET D'UNE EXPANSION INTERNE ET D'UNE HAUSSE DES CHANGES.

Nous avons examiné ce qui se passe à l'intérieur d'un pays à la suite de mouvements monétaires pro-

voqués par sa position internationale. Mais il est également intéressant de savoir, inversement, quels seront les effets d'une expansion monétaire interne sur la position internationale du pays.

Le synchronisme imparfait des prix intérieurs à la suite d'une expansion monétaire amènera des phénomènes d'épargne forcée entre les habitants de ces pays. Mais il peut également arriver que les effets de cette expansion affectent les relations de ce pays avec les autres, et qu'ils se produisent en particulier aux dépens de certains de ses habitants et au profit de l'étranger.

C'est ce qui se passe lorsque la hausse interne des prix ne suit pas immédiatement les variations du change, — lorsque la parité des pouvoirs d'achat n'est pas réalisée. Le cas est fréquent au cours des phases initiales des grandes inflations ⁽¹⁹⁾. Au début, la monnaie est alors « sous-évaluée » sur le marché des changes ; les étrangers peuvent acheter à bon marché, et les termes de l'échange international sont défavorables ; malgré un accroissement souvent considérables des exportations, le pays où se produit l'inflation ne peut acheter qu'une quantité d'importations relativement faible. L'impulsion donnée alors aux exportations, loin de constituer un avantage national, vide le pays de sa richesse réelle sans contre-partie équivalente. Le synchronisme imparfait des prix intérieurs et du cours des changes a donc pour effet de

(19) V. Bresciani-Turroni, *Op. cit.* p. 142, pour l'inflation allemande de 1920-1923.

réduire la part nationale du revenu réel mondial ⁽²⁰⁾. En fait, de tels effets, qui ne s'expliquent que par l'imprévision des vendeurs, ne durent généralement pas autant que l'inflation même ; au contraire, dans ses stades ultérieurs, il arrivera souvent que la hausse des prix intérieurs dépasse, par anticipation, le niveau de la parité des pouvoirs d'achat : la monnaie est alors « sur-évaluée ». Dans l'un et l'autre cas, l'avantage réel dépendra des élasticités relatives de la demande pour les importations et les exportations. Si la demande pour les exportations d'un pays dont la monnaie est sur-évaluée est très peu élastique, l'avantage réel tiré de la disparité des prix sera relativement grand. Et vice-versa.

B. — INFLATION D'OR.

Si, au lieu d'être due à un accroissement de la circulation d'une devise nationale, l'expansion se fait avec de la monnaie internationale, ses effets affecteront nécessairement les relations du pays où se produit l'expansion avec le reste du monde, au bénéfice de ce pays.

La mise en circulation locale de l'or nouvellement extrait, provoquera rapidement une hausse considé-

(20) Une dévaluation qui amènerait directement une sous-évaluation de la devise nationale aurait évidemment les mêmes résultats. Les prétendus avantages procurés par cette opération au commerce extérieur, s'ils sont parfois acquis au commerce d'exportation, le sont ainsi au détriment de l'ensemble de l'économie nationale.

nable des prix dans le pays même et produira dans ce pays tous les effets d'une expansion monétaire ordinaire ; mais au point de vue des rapports entre ce pays et le reste du monde, les effets seront, semble-t-il, inverses de ceux que nous venons d'observer dans les phases initiales d'une inflation nationale.

Dans le cas présent, en effet, la hausse des prix nationaux équivaut à un avilissement local de l'or ; ce dernier ne tardera donc pas à être exporté et à étendre peu à peu la hausse au monde entier ⁽²¹⁾. Mais

(21) Une des meilleures analyses de la répartition internationale de métaux précieux est celle de Turgot, dans ses *Observations sur le Mémoire de M. de Saint-Péray* : « Chaque année, la masse de l'or et de l'argent circulant dans l'univers s'accroît par le travail continu des mines. L'argent que les mines donnent se répand d'abord dans l'Etat où les mines sont situées. Il faut ou qu'il reste dans la circulation, ou qu'il y soit mis en réserve par les entreprises, ou qu'il en sorte pour être échangé contre des denrées. L'argent mis en réserve dans le fait ne tarde pas à rentrer bientôt dans la circulation ; et il est dans la nature des choses que l'argent des mines sorte de chez les peuples propriétaires des mines pour s'échanger contre des denrées étrangères : car s'il restait dans le pays, les denrées augmenteraient si prodigieusement de prix et l'argent s'avilirait si fort que d'une part les mines cesseraient de présenter un profit suffisant aux entrepreneurs pour balancer les frais de l'exploitation, et la production nationale, manquant de valeur, cesserait bientôt ; et que, de l'autre part, la différence de prix entre les denrées étrangères et les denrées du pays serait bientôt si forte que malgré toutes les prohibitions du gouvernement, l'intérêt de chaque citoyen consommateur se réunirait avec celui des vendeurs étrangers pour forcer toutes les barrières que les préjugés de l'administration voudraient opposer à la sortie de l'argent.

L'argent que les Etats propriétaires des mines tirent du sein de la terre s'introduit par le solde en argent de la balance du commerce dans les Etats qui vendent leurs denrées aux propriétaires des mines. Il faut rai-

avant que cette hausse ait été uniformément répartie, et que le prix mondial de l'or ait atteint sa nouvelle position d'équilibre, le pays producteur et exportateur d'or aura importé des biens et services réels à des prix relativement bas, et sans que le reste du monde ait reçu d'autre contre-partie qu'un accroissement de la quantité de monnaie internationale accompagné d'une hausse des prix. « L'Europe fit une mauvaise affaire lorsque les nouvelles mines d'Amérique, d'Australie et d'Afrique du Sud engendrèrent un immense boom dans ces pays... Elle exporta des bateaux et des rails, des articles métallurgiques et textiles, des meubles et des machines, en échange d'or dont elle n'avait guère besoin, car elle avait

sonner de cet argent, introduit par le commerce dans l'Etat commerçant comme celui qui a été tiré immédiatement des mines dans l'Etat possesseur des mines. L'argent, devenu commun, enchérit les denrées : bientôt elles ne peuvent être données au même prix à la nation qui solde en argent, et les nations où l'argent est plus rare obtiennent la préférence. La nation qui avait acquis la surabondance de l'argent est elle-même obligée de tirer une partie de ce qu'elle consomme des nations plus pauvres en argent. Ainsi l'argent se répand peu à peu dans toutes les nations... Dans l'espèce d'échelle que forment ces Etats plus ou moins riches en argent, ceux dont la situation est la plus heureuse, la plus près de l'état de pleine prospérité, sont ceux où l'abondance et la valeur de l'argent sont dans le degré mitoyen où les porterait l'équilibre parfait si l'argent pouvait à la longue se trouver universellement répandu sur toute la terre à proportion de la somme des productions annuelles de chaque canton. Le cours naturel que le commerce donne à l'argent tend à ce niveau universel ; mais il est impossible qu'il y arrive jamais tant que les mines ne seront pas épuisées... (Turgot, *Œuvres*, édit. Daire, t. I, pp. 428-430).

« déjà tout ce qui était nécessaire à ses transactions
« monétaires. » ⁽²²⁾

Il se produit donc un phénomène d'épargne forcée internationale, au sens le plus complet, qui n'a été que rarement souligné, croyons-nous, dans l'analyse des mouvements internationaux de l'or. L'accroissement de la production de la monnaie métallique doit produire, sur le marché mondial, des effets analogues aux effets internes d'une expansion fiduciaire nationale, — avec cette différence que les frais d'exploitation d'une mine d'or sont très sensiblement supérieurs à ceux d'une planche à billets. D'autre part, bien entendu, cette expansion est nécessairement limitée : elle pourra provoquer de la même manière une accumulation de capital réel, mais on doit s'attendre à ce que celle-ci s'accompagne du déséquilibre de la production entraîné par l'épargne forcée.

(22) Mises, *The Theory of Money and Credit*, p. 210.

CONCLUSION

LE PROBLEME DU CYCLE ET LA MONNAIE NEUTRE

Nous n'avons examiné, au cours de notre étude des variations du débit monétaire, que le cas d'une expansion ; une contraction monétaire aurait évidemment des effets inverses : à la suite de la baisse des prix (ou de l'absence de hausse), certains revenus réels se trouveraient augmentés du fait de la diminution des dépenses monétaires des autres. Il y aurait alors épargne forcée pour tous ceux dont le revenu dépend d'un prix affecté par la baisse d'une manière imprévue. Sans aucun doute, les modifications de la structure de la production causées par ce processus sont aussi complexes que celles dues à l'expansion ; de plus, il apparaît aujourd'hui démontré qu'elles ne sont pas symétriques. Leur étude exigerait un examen complet des problèmes du cycle économique ; et nous avons voulu nous borner ici à décrire seulement un aspect de ce phénomène général, celui qui correspond à sa phase ascendante.

La plupart des spécialistes du problème des crises économiques reconnaissent que leur alternance provient d'un déséquilibre dans la structure des indus-

tries de biens de production. Or l'irrégularité constatée dans l'accumulation du capital ne saurait provenir des fluctuations violentes de l'épargne ordinaire ; le montant de l'épargne dépend de deux facteurs, la volonté d'épargner et la capacité d'épargner, qui sont tous deux relativement stables. En particulier, le désir d'épargner (qui dépend surtout de considérations non économiques au sens strict, notamment de considérations familiales) n'est que peu affecté par les mouvements du taux de l'intérêt. Une hausse de ce taux ne provoquera pas immédiatement un accroissement sensible du volume de l'épargne ; et il arrivera qu'une baisse ait cet accroissement pour effet ; car le but que proposent la plupart des épargnants étant d'obtenir un certain revenu dans l'avenir, la diminution du rendement des capitaux investis les incitera souvent à augmenter leurs placements de manière à maintenir leur revenu futur au niveau désiré.

Or on sait que, par contre, il est de la nature de la demande de capital de subir des fluctuations assez violentes : si, par exemple, une industrie particulière remplace chaque année 10 % de son capital, et que son outillage soit entièrement employé, une augmentation de 10 % de la demande pour le produit de cette industrie amènera une augmentation de 100 % du capital fixe. En raison de ce principe dit « d'accélération » (1), il n'est pas étonnant

(1) V. Aftalion, *Les Crises Périodiques de Surproduction*, Paris, 1913 ; Haberler, *Prospérité et Dépression*, pp. 93 ss.

que le marché des capitaux subisse des pressions auxquelles l'épargne ordinaire soit insuffisante à faire équilibre, et qu'une part importante des capitaux monétaires soit fournie aux industries sous forme de crédits dont le volume s'ajoute, comme nous l'avons vu, à celui de l'épargne volontaire.

On a donc pu se demander si, en l'absence de cette source monétaire, l'accumulation du capital dans les sociétés modernes eût été aussi rapide ; et si l'alternance des périodes de hausse et de baisse, de prospérité et de dépression, n'était pas le prix du progrès économique. S'il était assuré que tous les investissements mis en train par l'expansion monétaire devaient amener une perte intégrale du capital investi, la réponse ne serait pas douteuse. Mais en fait, il semble qu'au moins une partie de ce capital survive économiquement à la crise qui a interrompu sa formation.

On peut toutefois, si l'on voit dans l'épargne forcée une des causes du phénomène cyclique, chercher à établir les conditions auxquelles ces perturbations pourraient être éliminées. Il semble, d'après ce que nous avons vu, qu'il suffirait, pour y parvenir, que le débit monétaire fût invariable. La monnaie serait alors « neutre », et la loi de Say serait effectivement vérifiée ; tout se passerait comme si la monnaie ne jouait par elle-même aucun rôle actif dans les échanges : aucun élément perturbateur ne provoquerait de déséquilibre entre l'offre et la demande. Les variations

des prix seraient exclusivement déterminés par celles de l'offre et de la demande réelles.

Les auteurs du concept de la « neutralité » de la monnaie ont toujours souligné qu'il ne s'agissait là que d'un concept analytique, et non d'une solution immédiatement applicable en pratique à la politique monétaire (2). Et en fait, comme on l'a indiqué, cette neutralité ne pourrait être effectivement réalisée, si l'on désirait stabiliser complètement le débit monétaire, qu'au prix d'une politique active de monnaie dirigée (3), d'une exécution fort délicate ; car il serait nécessaire de compenser tous les mouvements dus à des facteurs tels que l'augmentation ou la diminution de la population, les transformations des entreprises (toute amalgamation de deux entreprises en une seule libérant une quantité de monnaie correspondant à la réduction du nombre des paiements entre les entreprises, et vice-versa), et toutes les variations autonomes de la vitesse de circulation : pour toutes ces raisons, il ne suffirait pas que la *quantité* de monnaie en circulation demeurât constante. Même si cette solution était appliquée à titre d'approximation pratique,

(2) V. surtout J. G. Koopmans, *Zum Problem des Neutralen Geldes*, dans *Beiträge zur Geldtheorie*, ed. F. A. v. Hayek, Vienne, 1933, Mises, *Nationalökonomie*, p. 357. V. aussi P. Raynaud, *Essais sur la Monnaie Neutre*, Revue d'Economie Politique, Juillet-Août 1937, pp. 1192 ss. Baudin, *op. cit.*, p. 586.

(3) R. Goetz-Girey, *La théorie contre l'inflation et la stabilisation du niveau général des prix : la monnaie « neutre »*. Annales du Droit et des Sciences Sociales, 1936. p. 60.

il serait impossible de réglementer la circulation monétaire de telle sorte que toute expansion fût rendue impossible ; car des formes nouvelles de monnaie ne tarderaient pas à surgir spontanément (comme l'effet de commerce) et à faire office de monnaie circulante.

La théorie que nous nous sommes efforcés d'étudier brièvement ne nous conduit donc à aucune solution de politique monétaire immédiatement applicable, sinon à la nécessité d'une grande prudence dans tout ce qui touche au système monétaire. Prudence qui a été aussi souvent négligée qu'elle a été recommandée. La monnaie est toujours appelée à devenir un instrument de la politique des Etats. L'utilité d'études comme la nôtre doit être, non de fournir par elles-mêmes des maximes de conduite, mais d'avertir des conséquences, de sorte que la politique monétaire, quelle qu'elle soit, puisse être décidée en connaissance de cause.

Vu :

Lyon, le 3 Mars 1941.

**LE PRÉSIDENT DE LA THÈSE,
R. GONNARD.**

Vu :

Lyon, le 3 Mars 1941

**LE DOYEN
DE LA
FACULTÉ DE DROIT,
GARRAUD.**

Vu et permis d'imprimer :

Lyon, le 4 Mars 1941.

**LE RECTEUR, PRÉSIDENT DU CONSEIL DE L'UNIVERSITÉ,
GAU.**

BIBLIOGRAPHIE

Théorie de l'Epargne et du Capital.

- BÖHM-BAWERK (E. v.). — *Théorie Positive du Capital* (Trad. Fr., Paris, 1929, vol. I de l'édition allemande : *Kapital und Kapitalzins*, Dritte Auflage, Innsbrück 1909-12, II Teil).
- BRESCIANI-TURRONI (C.). — *The Theory of Saving, Economica*, Févr.-Mai 1936.
- DIVISIA (F.). — *L'Epargne et la Richesse Collective* (Paris, 1930).
- EUCKEN (W.). — *Kapitaltheoretische Untersuchungen* (Iena, 1934).
- FISHER (I.). — *La Théorie de l'Intérêt* (Paris, 1933).
- FLEMING (J.-M.). — *The Period of Production and Derived Concepts, The Review of Economic Studies*, vol. III/I, Oct. 1935.
- HAYEK (F. A. v.). — *Kapitalaufzehrung, Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. XXXVI/I, Juill. 1932. *Econometrica*, vol. II/2, Avril 1934.
On the Relation between Investment and Output, *Economic Journal*, Juin 1934.
Saving, in *Encyclopaedia of the Social Sciences*.
The Paradox of Saving, *Economica*, Août 1935.
The Maintenance of Capital, *Economica*, Août 1935.
The Mythology of Capital, *Quarterly Journal of Economics*, Mars 1936.
- HICKS (J. R.). — *Value and Capital* (Londres, 1938).

- KNIGHT (F. H.). — Interest, in *Encyclopaedia of the Social Sciences*.
Capital, Time, and the Interest Rate, *Economica*,
Août 1934.
Professor Hayek and the Theory of Investment,
Economic Journal, Mars 1935.
The Quantity of Capital and the Rate of Interest,
Journal of Political Economy, Aug.-Déc. 1936.
- LANDRY (A.). — L'Intérêt du Capital (Paris, 1904).
- LESCURE (J.). — L'Epargne en France (2^e édit., Paris,
1936).
- MACHLUP (F.). — Professor Knight and the Period of
Production, *Journal of Political Economy*, Oct.
1935.
- NURKSE (R.). — The Schematic Representation of the
Structure of Production, *Review of Economic Stu-*
dies, vol. II/3, June 1935.
- RIST (C.). — Théorie de l'Epargne (in *Essais sur quel-*
ques Problèmes Economiques et Monétaires, Pa-
ris, 1933).
- RÖPKE (W.). — Théorie der Kapitalbildung (Tübingen,
1929).
- TAUSSIG (F.). — Wages and Capital (1896) (Réimprimé
par la *London School of Economics* 1932 et 1935).
- WICKSELL (K.). — Lectures in Political Economy (Lon-
dres, 1934).
Interest and Prices, (Londres, 1936).

Théorie de la Monnaie et du Crédit.

- BAUDIN (L.). — Le Crédit (Paris, 1934).
La Monnaie et la Formation des Prix (Paris, 1936).
- GONNARD (R.). — Histoire des Doctrines Monétaires dans
leur rapport avec l'Histoire des Monnaies (Paris,
1936).

- HAYEK (F. A. v.) et autres. — Beiträge zur Geldtheorie (Vienne, 1933).
- HORBOSTEL (H.). — La Vitesse de Circulation de la Monnaie et les Variations de son Pouvoir d'Achat (Paris, 1930).
- KEYNES (J. M.). — The General Theory of Employment, Interest and Money (Londres, 1936).
- MIREAUX (E.). — Les Miracles du Crédit (Paris, 1930).
- MISES (L. v.). — Theorie des Geldes und Umlaufsmittel (2^e ed. 1924, éd. anglaise, The Theory of Money and Credit, Londres, 1934).
- NOGARO (B.). — La Monnaie et les Phénomènes Monétaires Contemporains (2^e éd. Paris, 1934).
- RIST (C.). — Essais sur quelques Problèmes Economiques et Monétaires (Paris, 1933).
- ROBERTSON (D. H.). — Money (Londres, 1922; nombreuses rééditions).
- ROSENSTEIN-RODAN (P. N.). — The Coordination of the General Theories of Money and Prices, *Economica*, Août 1936.
- RUEFF (J.). — Théorie des Phénomènes Monétaires (Paris, 1927).

Ouvrages traitant plus particulièrement du problème de l'Épargne forcée

- BRESCIANI-TURRONI (C.). — Le Vicende del Marco Tedesco (Milano, 1931) (Ed. angl. The Economics of Inflation (Londres, 1938).
- DURBIN (E. F. M.). — Purchasing Power and the Trade Depression (Londres, 1933).
- The Problem of Credit Policy (Londres, 1936).
- GOETZ-GIREY (R.). — La Théorie contre l'Inflation et la Stabilisation du Niveau général des Prix : la Monnaie « Neutre », *Annales du Droit et des Sciences Sociales* (Paris, 1936).

- HABERLER (G.). — Prospérité et Dépression (*Société des Nations*, 1937).
- HAWTREY (R. G.). — Capital and Employment (Londres, 1936).
- HAYEK (F. A. v.). — Das Intertemporale Gleichgewichtssystem der Freise und die Bewegungen des « Geldwertes », *Weltwirtschaftliches Archiv.*, vol. 28, Juill. 1928.
- Money and Capital : a reply to Mr. Sraffa (*Economic Journal*, June 1932).
- A Note on the Development of the Theory of « Forced Saving », *Quarterly Journal of Economics*, Nov. 1932).
- Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung, in *Festschrift für Arthur Spiethoff*, München, 1933.
- Über Neutrales Geld, *Zeitschrift für Nationalökonomie*, Okt. 1933.
- Prévisions des Prix, Perturbations Monétaires et Faux Investissements. *Revue des Sciences Economiques*, Oct. 1935.
- Geldtheorie und Konjunkturtheorie (Vienne, 1929. Ed. angl. : Monetary Theory and the Trade Cycle, Londres, 1932).
- Prices and Production, Londres, 1931 (2^e édit. 1935).
- KOOPMANS (J. G.). — Zum Problem des « neutralen Geldes, in Beiträge zur Geldtheorie, Vienne 1933.
- MACHLUP (F.). — Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung (Vienne, 1931).
- MISES (L. V.). — Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik, Iena, 1928).
- Nationalökonomie (Genève, 1940) ; Vierter Teil, Kap. 7.

- MYRDAL (G.). — Der Gleichgewichtsbegriff als Instrument der geldtheoretischen Analyse, in Beiträge zur Geldtheorie, Vienne, 1933.
- PIGOU (A. C.). — Industrial Fluctuations (Londres, 1929).
- ROBERTSON (D. H.). — Banking Policy and the Price Level (Londres, 1926, 2^e éd. 1932).
- RÖPKE (W.). — Crises and Cycles (Londres, 1926).
- SCHIFF (E.). — Kapitalbildung und Kapitalaufzehrung in Konjunkturverlauf (Vienne, 1933).
- SCHUMPETER (J.). — Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung (Leipzig, 1912; 3^e éd. 1930). (Ed. Fr. : Théorie de l'Evolution Economique, avec une Introduction de François Perroux, Paris, 1935).
- SIMIAND (F.). — Les Fluctuations Economiques à longue période et la Crise Mondiale, (Paris, 1932).
- STRIGL (R.). — Kapital und Produktion (Vienne, 1934).
- VITO (F.). — Il Risparmio Forzato e la Teoria di Cicli Economici, *Rivista internazionale di Scienze sociali*, 1934.
- Risparmio Forzato, Cicli Economici ed Economia Regolata, Giornale degli Economisti, Dec. 1936.
- Risparmio Forzato e Cicli Economici (in Cicli Economici, Contributi dell' Istituto di Scienze Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 1937).

Problèmes internationaux

- AFTALION (A.). — L'Equilibre dans les Relations Economiques Internationales (Paris, 1937).
- FANNO (M.). — I Trasferimenti anormali dei Capitali e la Crisi (Torino, 1935).
- HABERLER (G. v.). — International Trade (Londres, 1936).
- HAYEK (F. A. v.). — Monetary Nationalism and International Stability (Londres, 1937).

IVERSEN (C.). — Aspects of the Theory of International Capital Movements (Copenhagen, 1935).

NURKSE (R.). — Internationale Kapitalbewegungen (Vienne, 1935).

OHLIN (B.). — Interregional and International Trade (Boston, 1933).

ROBBINS (L.). — L'Economie Planifiée et l'Ordre International (Paris, 1938).

INDEX DES AUTEURS CITES

- Aftalion, A., 192, 216.
 Ansiaux, M., 39.
- Bastiat, F., 27.
 Baudin, L., 93, 118.
 Bentham, J., 117 ss.
 Bergson, H., 23.
 Berle, 91.
 Böhm-Bawerk, E. v., 16, 33, 37, 40, 49, 55.
 Bonn, M., 161.
 Bresciani-Turroni, C., 100, 109, 136, 161, 175, 209.
- Cannan, E., 94.
 Cantillon, R., 114 ss.
 Crick, W. F., 93.
- Davidson, 135.
 Descartes, R., 13.
 Diéterlen, P., 164.
 Durbin, E. F. M., 60, 169, 175.
- Fischer, I., 164.
 Fleming, J. M., 40.
- Goetz-Girey, R., 218.
 Gonnard, R., 113, 115.
- Haberler, G. v., 155, 159, 205, 216.
 Hawtrey, R. G., 102, 155.
 Hayek F. A. v., 21 ss., 40, 44, 52 ss., 62 ss., 97, 112, 129, 135, 151 ss., 161, 166, 191 ss.
 Hérodote, 7.
 Hume, D., 101, 116, 130.
- Iversen, C., 203, 205.
- Jevons, S., 39, 46, 51, 57.
- Kaldor, N., 145 ss.
 Keynes, J. M., 29, 140 ss., 163 ss.
 Knight, F. H., 21 ss., 40.
 Koopmans, J. G., 218.
- Laufenburger, H., 29.
 Leaf, W., 94.
 Lerner, A. P., 142 ss.
- Machiavel, N., 23.
 Malthus, R., 118 ss.
 Marshall, A., 13, 43, 46.
 Mill, J. S., 25, 121 ss., 137.
 Mireaux, E., 93, 207.
 Mises, L. v., 64, 85, 128, 133, 136, 151, 158, 213, 218.
 Mollien, 91.
- Nogaro, B., 128.
 Nurkse, R., 40, 205.
- Ohlin, B., 185.
- Pareto, V., 11.
 Pedersen, V., 91.
 Perroux, F., 15, 28 ss.
 Pigou, A. C., 52, 148.
 Pirou, G., 15, 87.
 Poincaré, H., 14.
- Raynaud, P., 218.
 Ricardo, D., 14, 39, 116, 120 ss., 149.
 Rist, C., 32, 52, 68, 79 ss., 107, 110.
 Rist, L., 188.
 Robbins, L. C., 15, 19, 184, 194.
 Robertson, D. H., 93, 129, 135, 137, 155.
 Robinson, J., 176.
 Rosenstein-Rodan, P. N., 103.
 Rueff, J., 107, 203.
- Say, J. B., 117, 183, 215.
 Schumpeter, J., 15, 45, 85, 128, 137.
 Schwob, P., 188.
 Simiand, F., 75 ss., 178 ss.
 Strigl, R., 146.
 Stewart, D., 121.
 Sumner, W. G., 100.

Taussig, F., 49.
Thornton, H., 116.
Turgot, A. R., 46, 113, 211.
Viner, J., 189, 205.
Vito, F., 28.

Walras, L., 123 ss.
Whale, P. B., 205.
Wicksell, K., 49, 57, 63, 76, 126 ss.,
135.
Wilson, J., 123.
Withers, H., 82, 87, 93.
Wolowski, 87, 91.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION	7
<i>Chapitre I. — CONDITIONS DU MARCHÉ LIBRE.</i>	11
I. Données de la théorie pure	11
II. Le problème de la prévision	20
<i>Chapitre II. — L'ÉPARGNE ET LA FORMATION DU CAPITAL</i>	31
I. L'épargne en nature	32
II. Les biens-capitaux et le capital libre	37
A. Les biens-capitaux	39
B. Le capital libre	45
III. La formation monétaire du capital	57
<i>Chapitre III. — LE DÉBIT MONÉTAIRE.</i>	69
I. Les éléments de la circulation monétaire. . . .	69
A. Nature des instruments monétaires. . .	69
B. Convertibilité et liquidité	75
II. Monnaie et Crédit	82
A. La genèse des unités monétaires.	82
B. Opérations de crédit et instruments de crédit	84
C. Les opérations de crédit comme source de monnaie	89
D. Le problème de la création du crédit. .	93
III. Quantité de monnaie et vitesse de circulation.	100

<i>Chapitre IV. — LES FLUCTUATIONS MONÉTAIRES DU</i>	
CAPITAL	111
I. Historique des théories de l'épargne forcée monétaire.	111
II. L'expansion monétaire et les revenus réels..	130
III. La création du capital.	139
A. Epargnes et investissements	140
B. Les variations de la structure de la production	147
IV. La consommation du capital	154
A. La crise et la pénurie de capitaux. . . .	154
B. Le problème de la reconstitution du capital.	163
C. Les crédits aux consommateurs.	165
V. Le cas du chômage et des ressources inuti- lisées	167
VI. Epargne forcée et progrès économique.	177
<i>Chapitre V. — ASPECTS INTERNATIONAUX</i>	183
I. Economie ouverte et économie fermée.	183
A. Problèmes posés par une économie internationale	183
B. Différentes transactions internationales	186
II. Effets monétaires des transactions commer- ciales.	190
A. Cas d'une monnaie homogène	190
B. Cas de systèmes nationaux hétérogènes.	195
C. Cas de parités variables.	199
III. Mouvements de capitaux.	199
A. Nature du mouvement international..	199
B. Comment s'effectue le transfert	204

IV. Effet international des variations monétaires.	208
A. Effet d'une expansion interne et d'une hausse du change	208
B. Inflation d'or.	210
CONCLUSION : Le problème du cycle et la monnaie neutre	215
BIBLIOGRAPHIE	221
INDEX DES AUTEURS CITÉS	228

IMPRIMERIE
BOSC FRÈRES, M. & L. RIOU
42, QUAI GAILLETON, 42
LYON

